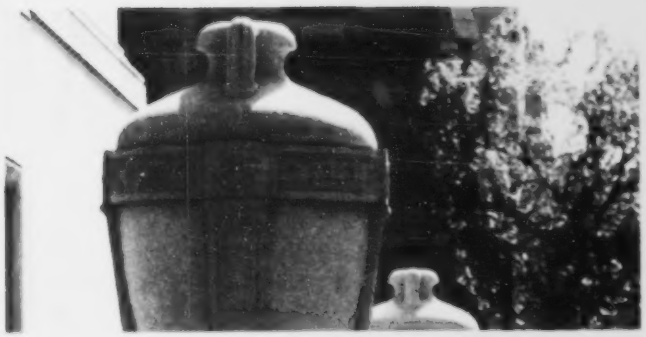
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

July 2009



www.bankofcanada.ca

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

---

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

July 2009

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.

The Bank expects that growth will resume later this year but that the recovery internationally and in Canada will be more muted than normal. In part, this reflects the need to correct a series of imbalances across and within major economies. The recovery will initially owe much to monetary policy, which has been very aggressive, and to fiscal policy, which is beginning to have an impact.

Mark Carney

Governor, Bank of Canada
18 June 2009
Regina, Saskatchewan

Contents

1 **Overview**

3 **The Global Economy**

3 Recent Developments

5 Developments in Global Financial Markets

7 Outlook for the Global Economy

9 **The Canadian Economy**

9 Recent Developments

9 Aggregate Demand and Supply

11 Estimated Pressures on Capacity

13 Inflation and the 2 Per Cent Target

13 Canadian Credit Conditions

18 Exchange Rate

18 Policy Response

18 Outlook for the Canadian Economy

19 Aggregate Demand and Supply

22 The Projection for Inflation

25 **Risks to the Outlook**

Technical Boxes

17 Monetary Policy Offsetting Headwinds from Credit Conditions

21 The U.S. Activity Index Used at the Bank of Canada

Overview

The global economy has suffered an intense, synchronous recession and considerable excess supply has opened up. There are now increasing signs that economic activity has begun to expand in many countries in response to monetary and fiscal policy stimulus and measures to stabilize the global financial system. However, the recovery is nascent. Effective and resolute policy implementation remains critical to sustained global growth.

The dynamics of the recovery in Canada remain broadly consistent with the Bank's medium-term outlook in its April *Monetary Policy Report*. Stimulative monetary and fiscal policies, improved financial conditions, firmer commodity prices, and a rebound in business and consumer confidence are spurring domestic demand growth. However, the higher Canadian dollar, as well as ongoing restructuring in key industrial sectors, is significantly moderating the pace of overall growth.

Some of the early strength in domestic demand represents a bringing forward of household expenditures, which modestly alters the profile of growth over the projection period relative to the April *Report*. The Bank projects that the economy will contract by 2.3 per cent in 2009 and then grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, reaching production capacity in the middle of 2011.

Total CPI inflation declined to -0.3 per cent in June and should trough in the third quarter of this year before returning to the 2 per cent target in the second quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Core inflation held up at 1.9 per cent in the second quarter of 2009. The Bank still expects core inflation to diminish in the second half of this year before gradually returning to 2 per cent in the second quarter of 2011.

Although the vigorous policy actions taken by monetary and fiscal authorities around the world appear to have reduced the probability of an extreme negative outcome for the global economy, significant upside and downside risks remain to the inflation projection for Canada.

The main upside risks to inflation relate to domestic factors, and the possibility that economic momentum will be stronger and more sustained than currently anticipated. Another upside risk to inflation is the possibility that potential output will be lower than the Bank's revised estimate, if the extensive restructuring in certain sectors is more protracted and the investment response is more delayed than currently envisaged.

The principal downside risks to inflation relate mainly to the external sector. The restoration of normal financial conditions could be more gradual than expected, and further setbacks cannot be precluded. Such developments

This report includes information received up to the fixed announcement date on 21 July 2009.

could have serious spillover effects in Canada through trade, financial, and confidence channels. Importantly, a stronger and more volatile Canadian dollar could act as a significant drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 4 June and 21 July, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at the effective lower bound of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates, consistent with the framework outlined in the April *Report*.

The Global Economy

Recent Developments

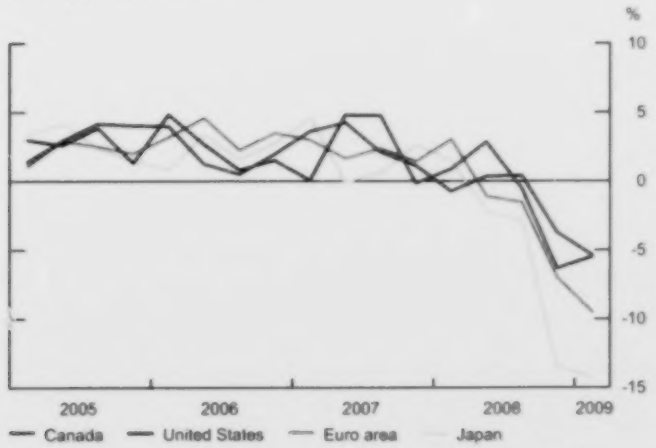
The global recession continued into the second quarter of 2009, but the pace of decline in output decelerated, suggesting that global economic activity is near its trough.

The synchronous global recession that began in the last quarter of 2008 deepened in the first quarter of 2009, with a greater contraction in global demand than had been expected at the time of the April *Monetary Policy Report*. The recession continued into the second quarter of 2009, but the pace of decline in output appears to have decelerated, suggesting that global economic activity is near its trough. Vigorous policy actions across the G-20 have helped to stabilize financial markets, reduce uncertainty, and support aggregate demand. Global equity markets have rebounded after sharp declines in 2008 and early 2009, credit spreads in key markets have narrowed, and banks have been able to raise needed capital.

Fragility in the global economy persists, nevertheless. Financial deleveraging by banks, households, and firms is continuing, mirrored by ongoing adjustments on the real side of the economy. Inventories, employment, and capital are adjusting to lower global demand and have contributed to a substantial reduction in real GDP growth in the major economies **(Chart 1)**. While sluggish demand and more-negative output gaps have led to declines in global inflation rates, structural adjustments in the global economy have reduced the growth of potential output and, together with price and wage rigidities, have dampened the downward pressure on inflation.

Chart 1: Real GDP of major economies contracted sharply in the first quarter

Quarterly growth at annual rates



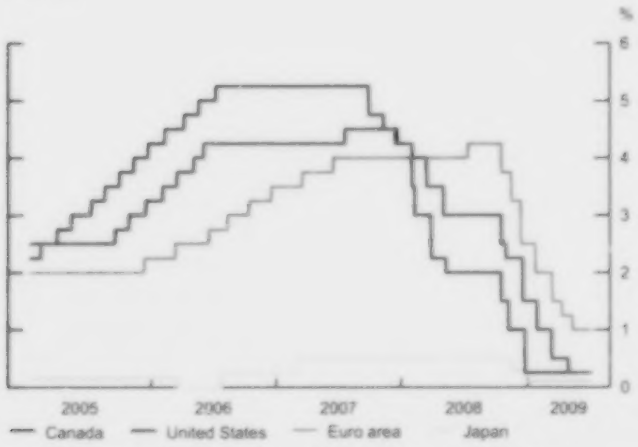
Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau

Effective and resolute policy implementation remains critical to a sustained economic recovery.

Vigorous fiscal and monetary policy measures **(Chart 2)**, coupled with continuing support to the financial sector, have helped to restore consumer and business confidence and to improve financial market conditions in most economies. Effective and resolute policy implementation remains critical to a sustained economic recovery.

Chart 2: Policy rates are at or near the effective lower bound in many countries

Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

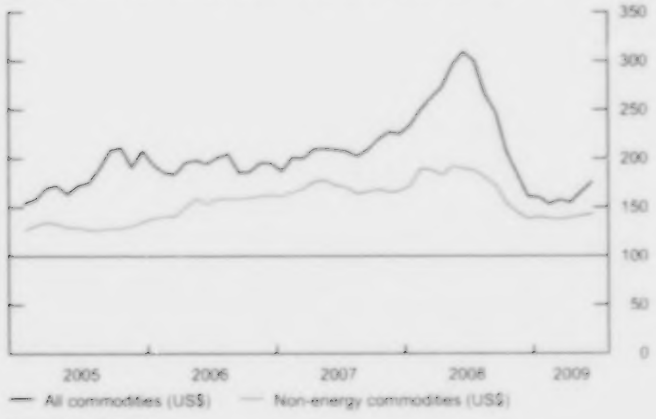
In the United States, economic activity continued to decline in the first half of 2009, albeit at a slowing pace. Sales of motor vehicles were sharply lower than in the previous year, and ongoing restructuring in the North American auto sector suggests that total production for 2009 will be at its lowest level in over 30 years. Construction activity in the United States has remained weak, and house prices have fallen further. However, home sales have stabilized and inventories of unsold new houses have declined, indicating that the contraction in residential investment may be coming to an end. In addition, transfers and tax cuts boosted disposable income in the second quarter, the rate of deterioration in the labour market slowed somewhat, and forward-looking indicators, such as new orders and consumer sentiment, suggest that the U.S. economy is at its trough.

In Europe, economic activity in the first half of 2009 was weaker than expected, owing to sharp declines in investment and net exports and an ongoing inventory correction. Firms cut back on production and investment in response to a deteriorating external environment, an appreciating currency, and slumping domestic demand. Unemployment has risen, even as rigidities have slowed adjustment in the labour market. Uncertainty about the state of the banking sector remains high, with concerns that the recently announced stress tests for European banks could uncover additional capital shortfalls associated with the severe economic downturn and exposure to Eastern Europe. In Japan, following an unexpectedly sharp downturn in the first quarter, economic indicators for the second quarter have been more favourable. A rapid inventory correction and announcements of additional fiscal stimulus have supported Japanese consumer and business confidence. In China, economic activity has been much stronger than in other Asian economies, with aggressive infrastructure spending and consumer support policies boosting domestic demand and helping to offset falling exports.

Commodity prices have firmed since the April *Report* **(Chart 3)**. Energy prices have risen in response to large production cuts from OPEC, lower inventories, and expectations of higher energy demand, notably from Asia. The futures curve continues to suggest higher oil prices in the period ahead. While the rise in non-energy commodity prices has been less pronounced, metals prices have increased substantially, owing mainly to rising demand from China.

Chart 3: Commodity prices have firmed since the April *Monetary Policy Report*

Bank of Canada commodity price index (1982–90 = 100), monthly data



Source: Bank of Canada

Developments in Global Financial Markets

Reduced uncertainty about the global economic outlook, together with ongoing support to the financial sector, led to marked improvements in the global financial system in the second quarter of 2009. As the probability of a more extreme negative outcome for the world economy diminished, global equity markets rebounded and started pricing in a more positive outlook. Conditions in corporate bond markets have begun to improve in many countries, with narrowing risk premiums on corporate bonds and rising corporate bond issuance **(Chart 4)**. The completion of the stress tests for major U.S. banks has helped to restore confidence in financial institutions, contributing to lower spreads in the interbank market **(Chart 5)**.

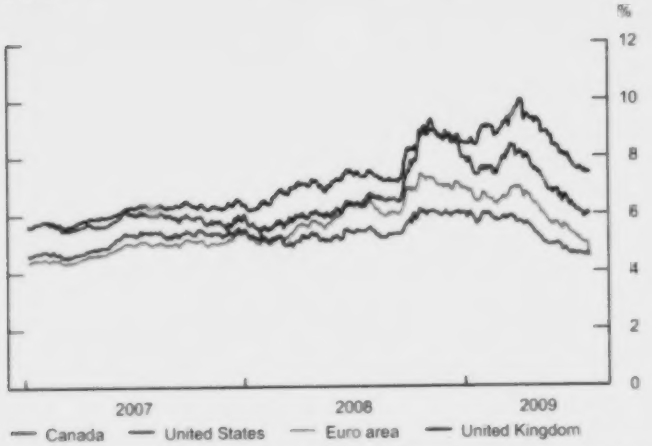
Reduced uncertainty about the economic outlook, together with ongoing support to the financial sector, has led to marked improvements in the global financial system.

While these signs of stabilizing financial conditions are encouraging, many of the improvements are linked to government interventions. The markets for securitized instruments remain severely impaired, and access to credit has continued to tighten for households and businesses in many countries, as indicated by surveys of senior loan officers.

Overall, however, recent developments suggest that global financial markets are in the process of healing, as the severe distress that characterized markets after the collapse of Lehman Brothers last September dissipates. Progress in restoring the functioning of financial markets nevertheless remains uneven. Additional improvements necessary for a sustained economic recovery are expected to be gradual, and are contingent on banks continuing to repair their balance sheets—particularly in the United States and Europe.

Chart 4: Borrowing costs for businesses have fallen considerably[a]

Daily data



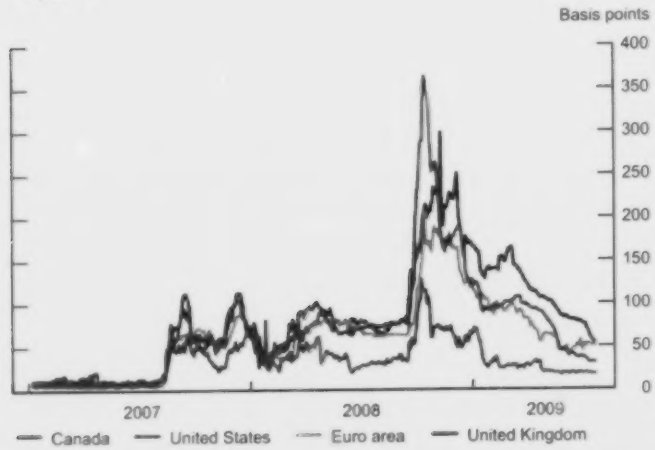
a. Yields on investment-grade corporate bonds. Series may not be comparable across countries owing to differences in the mix of credit ratings and duration in different domestic bond markets.

Sources: Merrill Lynch and Bloomberg

Chart 5: Short-term funding markets have improved substantially

Difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps[a]

Daily data



a. For the United States and the United Kingdom, LIBOR; for the Euro area, EURIBOR; and for Canada, CDOR.

Source: Bloomberg

Outlook for the Global Economy

The outlook for growth in the major advanced countries in 2009 and 2010 remains broadly unchanged from the April *Report*, but the risk of a sustained economic decline has diminished considerably. The Bank now expects the global economy to shrink by 1.7 per cent in 2009, followed by growth of 2.3 per cent in 2010 and 3.9 per cent in 2011 **(Table 1)**.[1]

The outlook for growth in the major advanced countries remains broadly unchanged from the April Report, *but the risk of a sustained economic decline has diminished considerably.*

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	1.1 *(1.1)*	-2.4 *(-2.4)*	1.4 *(1.2)*	3.4 *(2.9)*
Euro area	16	0.6 *(0.7)*	-4.4 *(-3.5)*	0.7 *(-0.2)*	2.4 *(1.6)*
Japan	7	-0.7 *(-0.7)*	-6.0 *(-6.2)*	1.9 *(0.1)*	2.8 *(2.5)*
China	11	9.1 *(9.1)*	7.8 *(6.7)*	8.3 *(7.7)*	9.6 *(8.9)*
Rest of the world	45	3.9 *(4.2)*	2.1 *(-0.1)*	1.9 *(2.5)*	3.5 *(3.8)*
World	**100**	**3.0 *(3.2)***	**-1.7 *(-0.8)***	**2.3 *(2.2)***	**3.9 *(3.7)***

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.
Source: IMF, *WEO*, April 2009

b. Country breakdown differs from the April 2009 *Monetary Policy Report*. Numbers in parentheses show projection values for the April 2009 *Monetary Policy Report* based on the new breakdown.

Source: Bank of Canada

This gradual recovery of the global economy is underpinned by several critical factors. First, extensive support to the financial sector, together with reduced uncertainty about the macroeconomic outlook, should contribute to a further normalization of financial markets, resulting in lower borrowing costs and increased availability of credit to businesses and households. Second, the aggressive fiscal and monetary stimulus already in place should help to restore consumer and business confidence, and raise domestic demand. Third, once corrections in the housing sectors of several economies are complete, a significant drag on growth will be removed. Fourth, completion of the inventory cycle, most notably in the auto and IT sectors, together with a resumption of cross-border trade flows, should support the global recovery. However, structural adjustments—most significantly in the auto sector—are expected to progress slowly, and rising unemployment and negative wealth effects will restrain consumption and investment. The protracted nature of the recovery will add to excess production capacity in the global economy, holding down wage and price inflation.

In the United States, economic growth is expected to remain below potential in 2009 and 2010, causing unemployment to continue to rise. Fiscal policy is expected to provide important stimulus to the economy, supporting a gradual recovery in final domestic demand. Motor vehicle production and housing starts should also rise once inventories have adjusted, since current levels are not sufficient to cover projected replacement rates. These developments should increase the demand for Canadian exports. The recovery will nevertheless be gradual, since lower disposable income and the need to increase savings to rebuild household balance sheets will continue to put downward

1 The Bank of Canada is using a new projection model for the global economy. Since the regional and country breakdowns are slightly different from those used in earlier projections, the reporting in Table 1 has changed relative to the April *Monetary Policy Report*. Details on the new model will be provided in a forthcoming Bank of Canada technical report.

Annual U.S. GDP is projected to decline by 2.4 per cent in 2009, and to grow by 1.4 per cent in 2010 and by 3.4 per cent in 2011.

pressure on consumption through 2009 and 2010. Annual U.S. GDP is projected to decline by 2.4 per cent in 2009, and to grow by 1.4 per cent in 2010 and by 3.4 per cent in 2011.

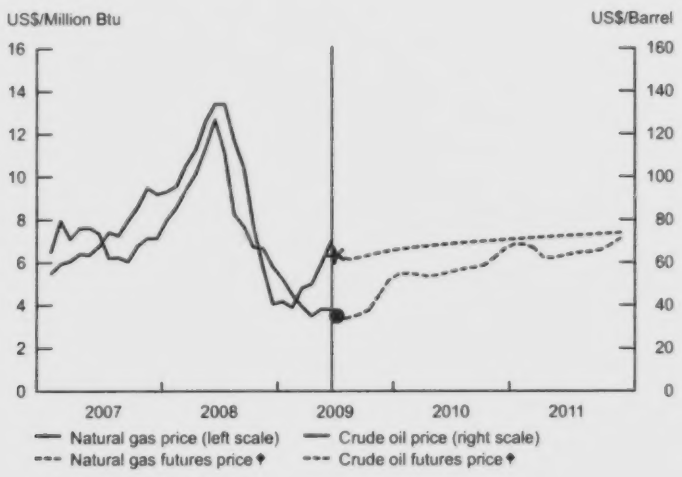
The timing and speed of the recovery in other industrialized economies reflect past and current policy actions, as well as the state of their banking systems. In Europe, the recovery is likely to be more protracted than in the United States, reflecting the less-aggressive actions taken so far by European policy-makers, as well as ongoing difficulties in the banking system. Europe should nevertheless benefit from strengthening global growth, which would stimulate economic activity through trade, financial, and confidence linkages. In Japan, inventory adjustments have been unexpectedly rapid, suggesting that the inventory cycle will exert less drag on output in the near term. Newly announced fiscal stimulus and continuing support from monetary policy should boost domestic demand, helping to offset the weak external environment.

Economic growth in China is expected to strengthen as fiscal and monetary stimulus increase domestic demand and help reduce the country's reliance on exports.

Economic growth in China is expected to strengthen as fiscal and monetary stimulus increase domestic demand and help reduce the country's reliance on exports. In other emerging-market economies, economic conditions were very weak in the first half of 2009, but are projected to recover gradually over 2009 and 2010, contributing to higher global demand and providing further support for commodity prices over the medium term **(Chart 6)**.

Chart 6: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas

Monthly data



* Spot price for crude oil (17 July 2009)

• Spot price for natural gas (17 July 2009)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 July 2009

Source: NYMEX

The Canadian Economy

At the time of the April *Report*, the Bank projected that the recession in Canada would deepen further and that a muted recovery would start in the fourth quarter of 2009. Factors underpinning the projected recovery included monetary and fiscal stimulus, improvements in global financial conditions and confidence, the beginning of the recovery in the global economy, and a strengthening in the terms of trade. Recent events have been broadly in line with this profile. However, with the economy supported by better financial conditions and higher levels of business and consumer confidence than anticipated, the downturn in activity in the first half of the year has been less severe, and growth is now projected to turn positive in the third quarter. In part, this earlier pickup in GDP growth represents a bringing forward of household expenditures relative to the Bank's previous projections, which modestly alters the profile of growth over the projection period. Aside from these timing considerations, the outlook for the Canadian economy is broadly consistent with that presented in April.

The downturn in activity in the first half of the year has been less severe, and growth is now projected to turn positive in the third quarter.

Recent Developments

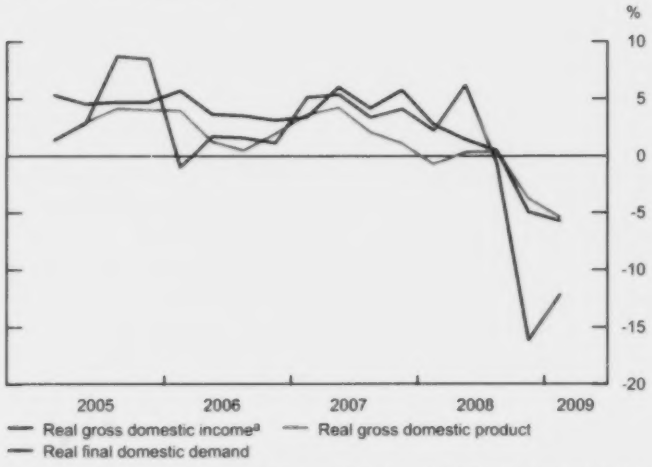
Aggregate Demand and Supply

Canada's recession intensified in the first quarter of 2009, in line with the sharp downturn in the global economy. Real GDP fell by 5.4 per cent (at annual rates), the largest quarterly drop since 1991, and real gross domestic income (GDI) continued to fall sharply, owing to a further deterioration in the terms of trade **(Chart 7)**. The first-quarter decline in real GDP was less than had been anticipated in the April *Report*, reflecting a smaller-than-expected reduction in household spending and weaker imports.

With the exception of government spending, all the major components of aggregate demand fell in the first quarter. The decline in exports intensified, reflecting the steep drop in U.S. demand and low commodity prices. While the weakness in exports was quite generalized, exports of automotive products were particularly hard hit, plunging by about 80 per cent (at annual rates) as a result of depressed motor vehicle sales in the United States and the major restructuring under way in the North American auto industry. Final domestic demand also fell markedly for a second consecutive quarter, as households and firms curtailed spending in response to the decline in domestic income and the high level of uncertainty. While inventories across all sectors were drawn down in the first quarter, the sharp drop in sales led to a further increase in the stock-to-sales ratio **(Chart 8)**, particularly in the manufacturing and wholesale sectors.

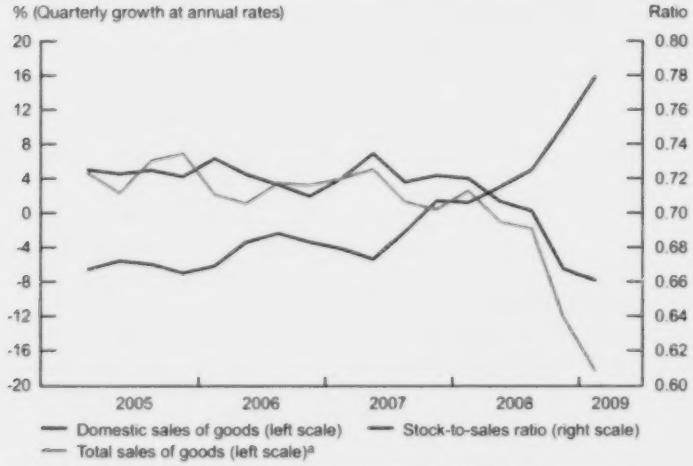
The Canadian economy continued to contract in the second quarter of 2009, although the pace of decline appears to have moderated. Consumer

Chart 7: Real gross domestic income has fallen sharply
Quarterly growth at annual rates



a. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Chart 8: Weak sales have led to a further increase in the stock-to-sales ratio

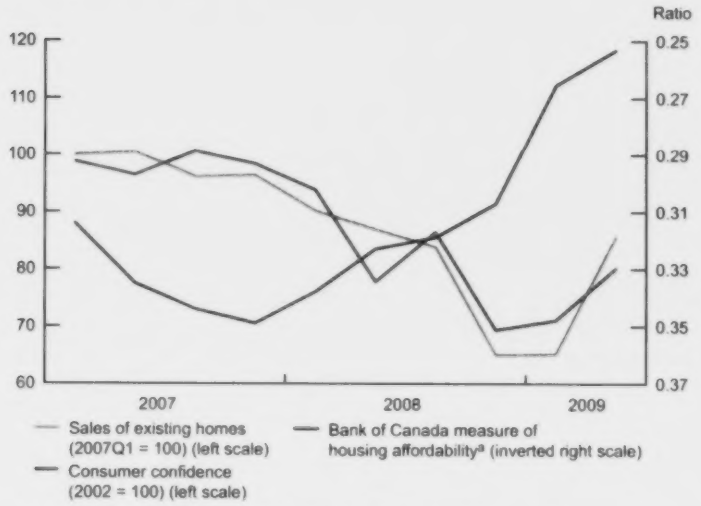


a. Total sales of goods is final domestic demand less consumption of services plus exports of goods, all in constant dollars.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

spending likely picked up, aided by the rebound in confidence and equity prices, resilient wage growth, and an improvement in the terms of trade. The growth of consumption should nevertheless remain well below trend in the second quarter, owing partly to the past erosion of household wealth and rising unemployment. The housing sector appears to be reviving, as suggested by the sharp rebound in the resale market, reflecting improvements in consumer confidence and affordability **(Chart 9)**.

Foreign demand for Canadian goods and services remained very weak in the second quarter, however. Although the decline in exports appears to have

Chart 9: Improvements in affordability and consumer confidence are helping to revive the housing sector
Quarterly data



a. The value for the second quarter of 2009 is an estimate. This measure captures mortgage payments on a typical house purchase as a ratio of average disposable income and does not include property taxes, insurance, and utility costs. A decline in the ratio indicates an improvement in affordability. For more information on this measure, see <http://credit.bankofcanada.ca>.

Sources: Multiple Listing Service (MLS), Conference Board of Canada, and Bank of Canada calculations

slowed, Canadian exporters continue to face a challenging environment, with the weakness in U.S. demand, the recent appreciation of the Canadian dollar, and ongoing restructuring in the automotive and forest products sectors. Business investment also appears to have fallen further, reflecting uncertainty about the timing and strength of the global recovery and deteriorating cash flows. In addition, firms face ongoing pressure to reduce inventories further in response to exceptionally high stock-to-sales ratios.

In the April *Report*, the Bank revised down its estimate of potential output over the 2009–11 period in light of the important structural changes under way in the Canadian economy and the sizable drop in investment. As a result, the growth of potential output is expected to slow to 1.1 per cent in 2009 and then pick up gradually to 1.5 per cent in 2010 and to 1.9 per cent in 2011.[2]

The growth of potential output is expected to slow to 1.1 per cent in 2009 and then pick up gradually to 1.5 per cent in 2010 and to 1.9 per cent in 2011.

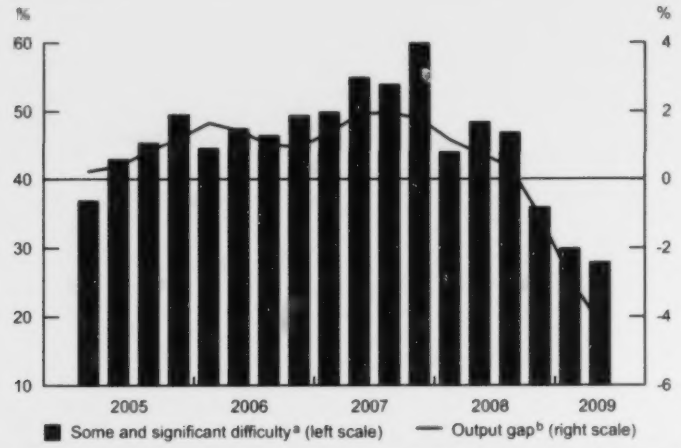
Estimated Pressures on Capacity

Excess supply in the Canadian economy increased substantially as the recession deepened. The Bank's conventional measure of the output gap reached -4.3 per cent in the second quarter of 2009 **(Chart 10)**. In assessing excess capacity, the Bank considers the conventional measure in conjunction with several other indicators, particularly since this measure tends to have a higher margin of error around turning points.[3] The Bank's summer *Business Outlook Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2009/summer/bos0709e.pdf>) reports that the percentage of firms that would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand remains at an exceptionally low level.

2 In the October 2008 *Monetary Policy Report*, the Bank had projected the growth of potential output to be 2.4 per cent in 2009 and 2.5 per cent in 2010 and 2011. The Bank will provide a more comprehensive review of its estimates for potential output growth in the October 2009 *Monetary Policy Report*.

3 For a discussion of possible problems in estimating the output gap at the end of a sample, see J.-P. Cayen and S. van Norden, "The Reliability of Canadian Output-Gap Estimates," *North American Journal of Economics and Finance* 16, no. 3 (2005): 373–93.

Chart 10: Excess supply in the Canadian economy has increased markedly



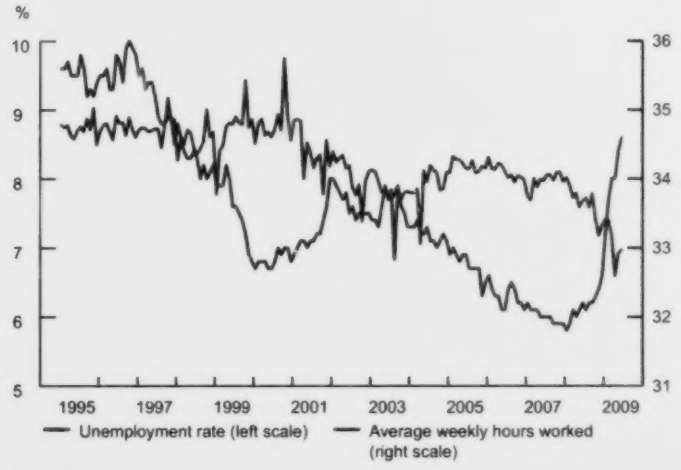
a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the second quarter of 2009 is based on a projected decrease in output of 3.5 per cent (at annual rates) for the quarter.
Source: Bank of Canada

Most labour market indicators mirror the weakness in product markets. The economy has continued to shed jobs (albeit at a slowing rate), average hours worked have fallen, and the unemployment rate has risen to its highest level in 11 years **(Chart 11)**. The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's summer survey increased only slightly, after reaching its lowest level in 10 years in the spring survey.

The Bank judges that the economy was operating about 3.5 per cent below its production capacity in the second quarter of 2009.

After reviewing all the indicators of capacity pressures and taking into account the weakness in potential output associated with the ongoing restructuring in the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 3.5 per cent below its production capacity in the second quarter of 2009.

Chart 11: Hours worked have fallen, and the unemployment rate has risen
Monthly data



Source: Statistics Canada

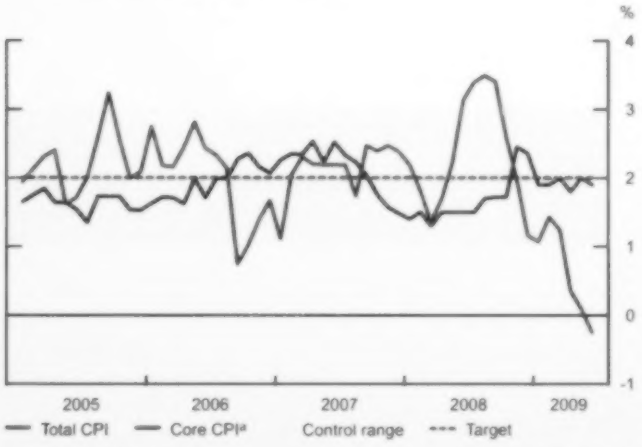
Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation declined to -0.3 per cent in June, while core inflation remained roughly unchanged at 1.9 per cent.

As expected, total CPI inflation fell sharply in the second quarter. The 12-month rate of change in total CPI declined from 1.2 per cent in March to -0.3 per cent in June **(Chart 12)**, reflecting the large year-on-year drop in energy prices. This decline in total CPI inflation was smaller than anticipated in the April *Report*, however, since core inflation remained roughly unchanged at 1.9 per cent. This stickiness in core inflation, despite the widening output gap, was associated with resilient wage growth relative to the underlying trend in productivity. It may also point to a sluggish response of inflation to excess supply. Nonetheless, the substantial excess supply in the economy is expected to result in lower core inflation over the next few quarters.

Chart 12: Total CPI inflation has fallen, while core inflation has remained stable

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Measures of near-term inflation expectations have risen somewhat from very low levels in recent months, reflecting increases in commodity prices as well as improved market sentiment and consumer confidence. The latest Consensus Economics forecast for total CPI inflation is 0.4 per cent for 2009. The forecasts for 2010 and beyond remain close to the 2 per cent inflation target. The Bank's most recent *Business Outlook Survey* also showed inflation expectations increasingly concentrated within the Bank's inflation-control range.

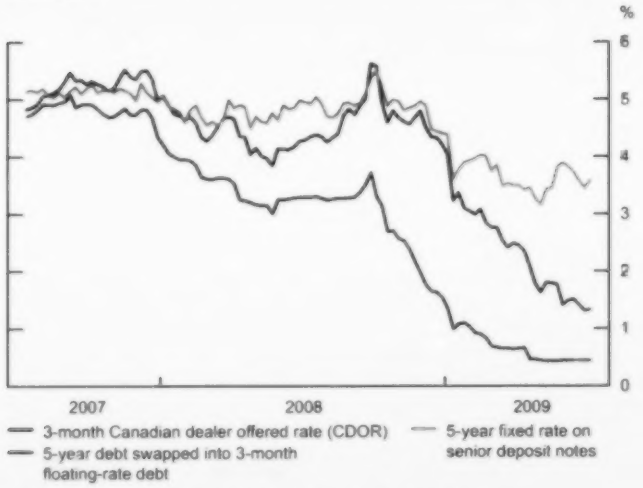
Canadian Credit Conditions

Financial conditions in Canada have improved since April and continue to be more favourable than in other advanced economies.

Financial conditions in Canada have improved since the April *Report*, in line with recent global developments. Equities have rebounded, spreads on Canadian corporate bonds have declined significantly, and corporate bond issuance has picked up. Financial conditions in Canada continue to be more favourable than in other advanced economies, as has been the case throughout the financial crisis.

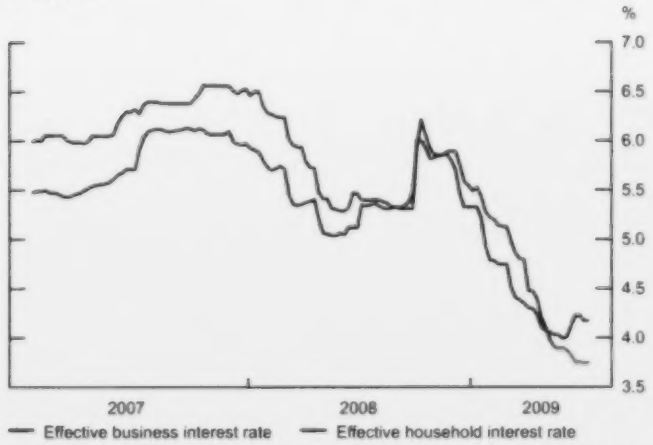
Funding costs for Canadian banks remain low **(Chart 13)**. Borrowing costs for households are also low, although they have recently increased modestly as a result of rising rates on longer-term fixed mortgages **(Table 2)**. In contrast, borrowing costs for Canadian businesses have continued to fall in recent months **(Chart 14)**, with firms benefiting from the recent sharp reduction in spreads.[4] The effective average interest rate on business borrowing has declined by about 65 basis points since the April *Report*, despite somewhat

Chart 13: Funding costs for Canadian banks remain low . . .
Weekly data



Sources: Bloomberg, Canadian commercial banks, and Bank of Canada calculations

Chart 14: . . . as do borrowing costs for Canadian households and businesses
Weekly data



Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions#eir>.
Source: Bank of Canada calculations

4 The effective interest rate for households is a weighted average of various mortgage and consumer credit interest rates. The weights are derived from data on residential mortgages and consumer credit, adjusted for additional information provided by financial institutions. The effective interest rate for businesses is a weighted-average borrowing rate for new lending to non-financial businesses, estimated as a function of bank and market interest rates. The weights are derived from business credit data.

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
6 December 2007	4.25	6.00	5.40	7.37	4.70	5.36
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
11 December 2008	1.50	3.50	4.50	6.73	1.77	6.04
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
5 March 2009	0.50	2.50	3.30	5.74	0.69	5.86
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
8 June 2009	0.25	2.25	2.85	5.52	0.43	4.83
17 July 2009	0.25	2.25	2.75	5.85	0.44	4.54

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

Low borrowing costs for households and falling borrowing costs for businesses should help to revive interest-sensitive spending and support the economic recovery.

higher yields on government bonds. However, respondents in the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (SLOS) (<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos1307Q2.pdf>) and *Business Outlook Survey* (BOS) reported that the pricing and availability of business credit tightened further in the second quarter **(Chart 15)**.[5] Nonetheless, the tightening was less generalized and more industry-specific than in previous quarters. Overall, low borrowing costs for households and falling borrowing costs for businesses should help to revive interest-sensitive spending and support the economic recovery.

One indication of the improvement in Canadian financial conditions is the significant increase in the Bank's financial conditions index (FCI) since April. Indeed, the level of the FCI is now slightly above its 10-year average. The index reflects the exceptionally low level of the policy rate, which is offsetting higher-than-normal spreads on corporate bonds and tightening in lending standards **(Technical Box 1)**.

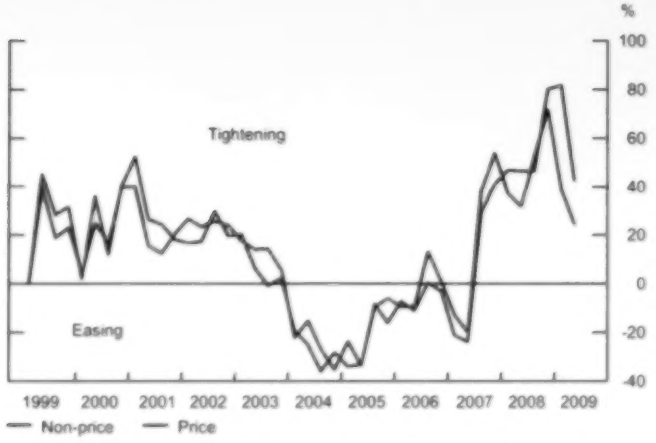
Household credit continues to grow at a pace near its average since 1992 and has picked up in recent months **(Chart 16)**. This strength seems to be linked to an increased demand for mortgage credit, related to the recent rebound in the resale housing market. Business credit, in contrast, has been much weaker, recording no growth overall in the three months to May, reflecting the weak outlook for business investment, the drawdown in inventories, and tight credit conditions. There was some shift towards market sources of credit, in line with the recent stabilization of financial markets.

Monetary aggregates have continued to grow strongly, despite declining nominal GDP growth. In the three months to May, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of 14.4 per cent, while M2++ grew by 7.6 per cent. It is difficult to draw the implications of monetary expansion for economic activity,

5 The apparent inconsistency between the estimated decline in effective borrowing rates for businesses and the further tightening in lending conditions reported in the surveys likely reflects differences in coverage and timing. For instance, the SLOS covers business financing only from financial institutions, while the BOS results may be affected by the fact that respondents apply for financing infrequently.

Chart 15: Financial institutions have further tightened borrowing conditions for businesses

Price and non-price lending conditions: Balance of opinion from *Senior Loan Officer Survey*[a]



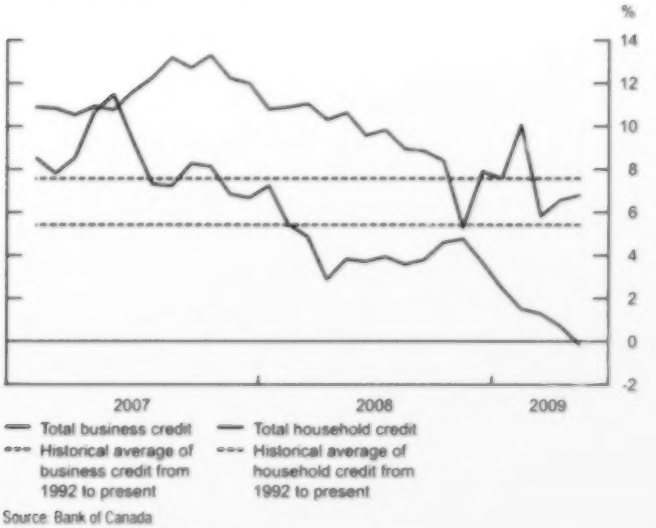
a. The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

Note: Each series is the simple average of the balances of opinion for the small business, commercial, and corporate sectors.

Source: Bank of Canada

Chart 16: Household credit growth remains healthy, but business credit is flat

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

since the demand for money is likely to be abnormally high and more variable in an environment of very low interest rates and tight credit conditions. It is encouraging, however, that money supply has increased to meet higher demand. The previous portfolio shifts into more-liquid assets should begin to reverse with an improving economic outlook and the normalization of credit conditions.

Technical Box 1

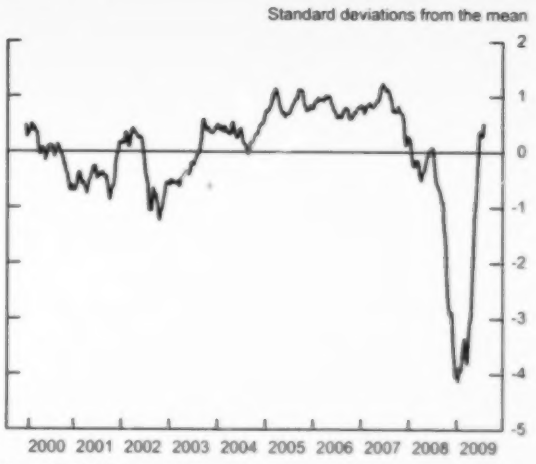
Monetary Policy Offsetting Headwinds from Credit Conditions

The Bank monitors several indicators to gauge net financial conditions in Canada. One such indicator, the financial conditions index (FCI), provides a measure of the net impact of financial conditions on economic activity. The index is constructed by weighting seven financial variables: equity and house prices, short- and long-term risk-free interest rates, spreads over risk-free rates paid by corporate borrowers, survey-based measure of overall business-lending conditions, and the exchange rate for the Canadian dollar.[1] The relative weights are determined using regression analysis and are based on the impact of a given variable on economic activity.

Since the FCI denotes the level of financial conditions relative to average conditions over the past 10 years, values above zero indicate that conditions are better than average, while values below zero indicate that conditions are worse than average.[2] Owing to the difficulty of estimating the impact of changes in financial variables on real economic activity and the short time span for some of the data used, the index should be interpreted with caution.

Since the April *Report*, overall financial conditions in Canada as measured by the FCI have improved **(Chart A)**. The perceived riskiness of equities and corporate bonds has declined, since investors have become more confident that the policy measures taken worldwide have mitigated the decline in the global economy. The improvement in financial conditions has meant that the level of the FCI is now slightly above its 10-year average. It is important to note, however, that spreads over risk-free rates continue to be considerably higher than the average over the past 10 years, exerting a significant drag on economic growth. This impact on the FCI is being offset by the stimulative effects on economic activity coming from the aggressive cuts in the policy rate and the Bank's conditional commitment to keep rates at the effective lower bound until the end of the second quarter of 2010.

Chart A: Financial conditions index (FCI)
Weekly data



Source: Bank of Canada calculations

1 For more information on the FCI, see the Bank of Canada's website at <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
2 The FCI is scaled by its standard deviation from 1999 to the present.

Exchange Rate

The Canadian dollar has strengthened since April, averaging about 87 cents U.S.

The Canadian dollar has strengthened since the April *Report*, trading in a range of roughly 81 to 92 cents U.S. and averaging about 87 cents U.S. **(Chart 17)**. The appreciation of the Canadian dollar reflects two broad developments. The first is rising commodity prices, which have caused similar appreciations of other commodity currencies since April. Second is the generalized weakening of the U.S. dollar against all major currencies in the second quarter of 2009.

Chart 17: The Canadian dollar has appreciated since the April *Report*

Daily data

Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.
Source: Bank of Canada

Policy Response

Canadian monetary and fiscal policies have eased considerably since the onset of the economic downturn.

Canadian monetary and fiscal policies have eased considerably since the onset of the economic downturn. In April 2009, the Bank of Canada lowered its target for the overnight interest rate to 1/4 per cent—the effective lower bound for this target rate—and made a commitment, conditional on the inflation outlook, to keep the policy interest rate at that level until the end of the second quarter of 2010. The Bank also explained the principles that would guide any action to provide further monetary stimulus, if needed, at the effective lower bound. On 4 June and 21 July, the Bank maintained the target overnight rate at 1/4 per cent and reaffirmed its conditional commitment to hold the policy rate at that level until the end of the second quarter of 2010.

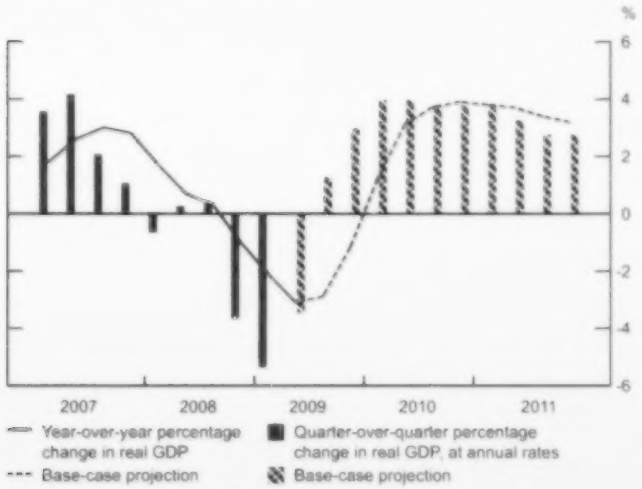
Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 87 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions remaining tight through early 2010, before improving gradually.

Aggregate Demand and Supply

The Bank's base-case projection now sees growth in the Canadian economy resuming in the third quarter of 2009, one quarter earlier than anticipated in the April *Report* **(Chart 18)**. This somewhat more favourable short-term outlook reflects a more modest retrenchment in household and business spending, as negative effects on confidence dissipate, financial market conditions improve, and the terms of trade increase more quickly than previously anticipated. The medium-term outlook for growth is broadly consistent with that in the April *Report* **(Table 3)**. However, growth is projected to be stronger through to mid-2010 and then weaker over the rest of the projection horizon.

Chart 18: Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Table 3: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points[a]

	2008	2009	2010	2011
Consumption	1.7 *(1.6)*	-0.2 *(-0.8)*	1.3 *(1.0)*	1.4 *(2.0)*
Housing	-0.2 *(-0.2)*	-0.6 *(-1.1)*	0.1 *(0.2)*	0.2 *(0.7)*
Government	1.1 *(0.8)*	1.0 *(1.1)*	1.3 *(1.3)*	-0.4 *(-0.4)*
Business fixed investment	0.0 *(0.2)*	-1.6 *(-1.6)*	0.1 *(-0.3)*	0.9 *(1.1)*
Subtotal: Final domestic demand	2.6 *(2.4)*	-1.4 *(-2.4)*	2.8 *(2.2)*	2.1 *(3.4)*
Exports	-1.6 *(-1.6)*	-5.3 *(-4.6)*	2.0 *(1.6)*	2.4 *(2.4)*
Imports	-0.3 *(-0.2)*	5.7 *(5.5)*	-2.8 *(-2.0)*	-2.3 *(-3.0)*
Subtotal: Net exports	-1.9 *(-1.8)*	0.4 *(0.9)*	-0.8 *(-0.4)*	0.1 *(-0.6)*
Inventories	-0.3 *(-0.1)*	-1.3 *(-1.5)*	1.0 *(0.7)*	1.3 *(1.9)*
GDP	**0.4** *(0.5)*	**-2.3** *(-3.0)*	**3.0** *(2.5)*	**3.5** *(4.7)*
Memo items:				
Potential output	1.7 *(2.0)*	1.1 *(1.2)*	1.5 *(1.5)*	1.9 *(1.9)*
Real gross domestic income (GDI)	2.0 *(2.0)*	-5.9 *(-6.4)*	3.9 *(2.5)*	4.4 *(6.3)*

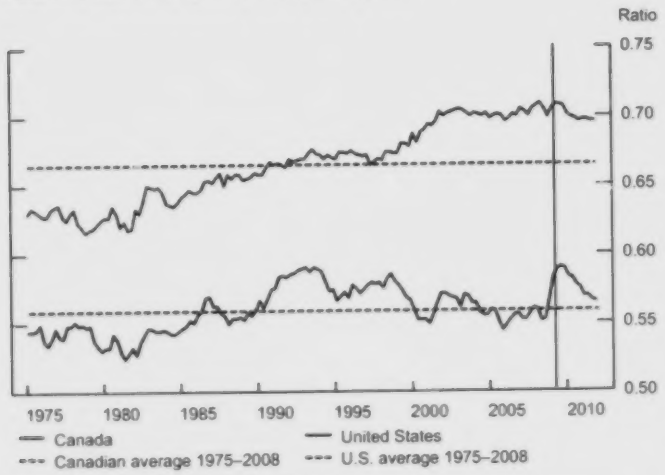
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*

The Canadian economy is projected to contract by 2.3 per cent this year, and grow by 3.0 per cent in 2010 and by 3.5 per cent in 2011.

On an annual average basis, the economy is projected to contract by 2.3 per cent this year, and to grow by 3.0 per cent in 2010 and by 3.5 per cent in 2011.

Despite the upward revision to their spending profile in 2009 and 2010, households are expected to remain cautious in light of the continued weakness in labour markets and the erosion in household wealth from past declines in equity and house prices. As a result, the personal savings rate is expected to remain elevated over the projection horizon, at or above its average since the mid-1990s. This adjustment returns the share of consumer spending in nominal GDP to its long-run average. This share has been relatively stable in Canada, in contrast to the situation in the United States, where it has risen substantially **(Chart 19)**. The stimulus coming from monetary and fiscal policies should help to support household spending over the projection horizon.

Chart 19: Consumer spending in Canada as a share of nominal GDP is expected to return to its long-run average
Ratio of nominal consumption to GDP, quarterly data



Note: 2009Q2 to 2011Q4 are base-case projections.
Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Business fixed investment is expected to contract sharply in 2009, reflecting the ongoing and substantial drop in corporate profits, tight credit conditions, the high level of uncertainty, and excess production capacity. Firms are also expected to draw down their inventories, and this is projected to subtract significantly from GDP growth in 2009. The improvement in financial conditions and economic activity, as well as higher commodity prices, should help boost business spending in 2010.

Export volumes are expected to recover over the projection period in response to the improvement in external demand—partly reflecting a pickup in motor vehicle production in North America (from the very low levels in 2009) and a rebound in U.S. housing activity—as well as higher commodity prices. Canadian exporters will benefit disproportionately from the U.S. recovery in 2010–11, since the projected growth in the Bank's U.S. activity index **(Technical Box 2)** is higher than the expected growth in U.S. real GDP over this period **(Chart 20)**. Import volumes are also projected to pick up, starting in the second half of 2009, in line with the anticipated economic recovery and the recent appreciation of the Canadian dollar.

Technical Box 2

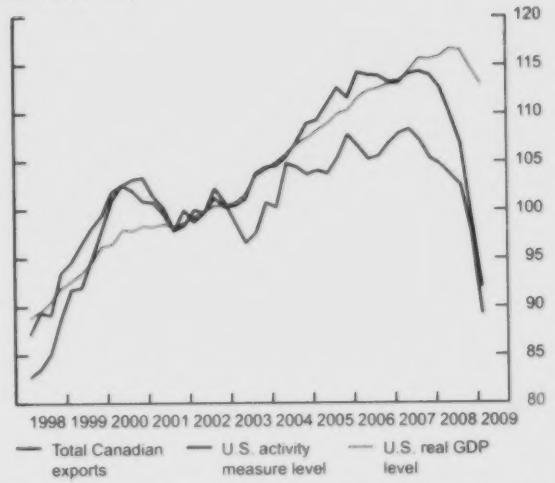
The U.S. Activity Index Used at the Bank of Canada

Because the United States is the primary market for Canada's exports, export volumes are heavily influenced by U.S. economic activity. Some areas of U.S. activity are far more important for Canadian exports than others, however, and this is not properly captured by conventional measures of U.S. aggregate demand, such as real GDP. Canada exports finished goods that feed specific components of U.S. final demand (e.g., motor vehicles) as well as commodities and intermediate goods that are inputs to U.S. production (e.g., motor vehicle parts). The various export categories have different weights in total exports, and the specific U.S. markets they serve show cyclical variations, the timing and amplitude of which differ markedly from those of U.S. aggregate demand. To gauge how the overall market for Canadian exports evolves over the business cycle, the Bank of Canada uses a U.S. activity index that weights specific U.S. demand and production variables according to the relative size of the related categories in total Canadian exports.

The U.S. activity index performs better than other aggregate activity variables in predicting total Canadian exports, using an econometric model that controls for changes in the relative price of exports. As shown in **Chart A**, Canadian exports fit more closely with the U.S. activity index than with U.S. real GDP,[1] but divergences are to be expected in periods of large cumulative movements in the exchange rate for the Canadian dollar, such as 2003–08.

Chart A: Real Canadian exports and measures of the U.S. market

Index: 2002 = 100



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

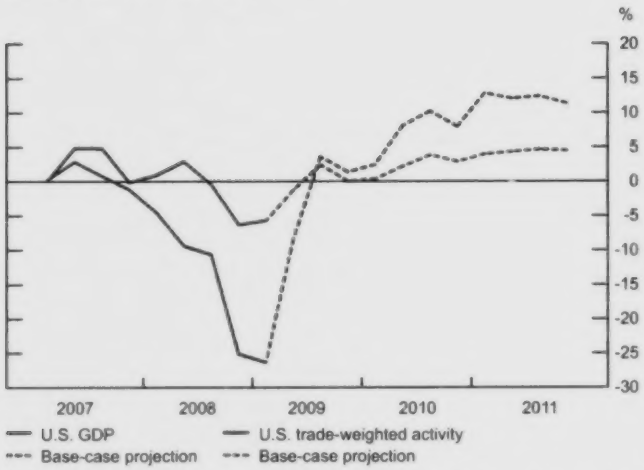
Export category	U.S. activity variable (index)	Weight (%)
Forestry products	Residential construction	3.8
Other intermediate goods	Industrial production	34.5
Motor vehicle parts	Motor vehicle production	6.7
Motor vehicles	Motor vehicle sales	14.6
Machinery and equipment	Investment in machinery and equipment	23.5
Consumer goods	Personal expenditures on goods	4.0
Services	U.S. GDP	13.0

Note: All the variables are in real terms. Data for residential construction, investment in machinery and equipment, personal expenditures on goods, and GDP originate from the U.S. national accounts, NIPA, compiled by the U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Industrial production and motor vehicle production correspond to the industrial production indexes—total and motor vehicles—compiled by the U.S. Federal Reserve Board. Motor vehicle sales correspond to the sum of the unit auto sales and light truck sales in BEA's NIPA Table 7.2.5S.

1 Over the 1998Q2–2009Q1 period, the correlation coefficients between changes in real total Canadian exports and changes in the U.S. activity index and real U.S. GDP are 0.66 and 0.55, respectively.

Chart 20: The composition of U.S. demand should be more favourable to Canadian exports

Quarterly growth at annual rates



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve, and Bank of Canada calculations

As economic activity begins to improve, excess supply will gradually be absorbed, and the economy is expected to reach production capacity in the middle of 2011.

The Projection for Inflation

Core inflation is expected to decline to a trough of 1.4 per cent in the fourth quarter of 2009, reflecting the significant excess supply in the Canadian economy and a continued deceleration in food prices **(Table 4)**. This is higher than expected in the April *Report*, owing mainly to the smaller output gap. With excess supply being absorbed gradually, and with inflation expectations well anchored, core inflation is projected to return to 2 per cent in the second quarter of 2011.

Table 4: Summary of the base-case projection[a]

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 *(-3.4)*	-5.4 *(-7.3)*	-3.5 *(-3.5)*	1.3 *(-1.0)*	3.0 *(2.4)*	4.0 *(3.4)*	4.0 *(3.6)*	3.8 *(4.4)*	3.8 *(4.8)*	3.8 *(5.0)*	3.3 *(5.0)*	2.8 *(4.7)*	2.8 *(4.3)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 *(-0.7)*	-2.1 *(-2.4)*	-3.1 *(-3.4)*	-2.9 *(-3.8)*	-1.2 *(-2.4)*	1.2 *(0.3)*	3.1 *(2.1)*	3.7 *(3.4)*	3.9 *(4.0)*	3.8 *(4.4)*	3.7 *(4.8)*	3.4 *(4.9)*	3.2 *(4.7)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 *(2.2)*	2.0 *(1.9)*	1.9 *(1.6)*	1.6 *(1.3)*	1.4 *(0.9)*	1.4 *(1.0)*	1.6 *(1.1)*	1.6 *(1.3)*	1.7 *(1.5)*	1.9 *(1.7)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 *(2.0)*	1.2 *(1.2)*	0.1 *(-0.1)*	-0.7 *(-0.8)*	1.2 *(1.0)*	1.4 *(1.6)*	1.4 *(1.6)*	1.3 *(1.6)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (level)	58 *(58)*	43 *(43)*	62 *(51)*	62 *(57)*	64 *(60)*	67 *(62)*	68 *(64)*	69 *(66)*	70 *(67)*	71 *(68)*	72 *(69)*	73 *(70)*	74 *(71)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 July 2009.

Total CPI inflation is expected to continue to fall in the third quarter of 2009, reaching a trough of -0.7 per cent, before returning to the Bank's 2 per cent target in the second quarter of 2011.

The uncertainty around the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 21** and **Chart 22** show the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core and total CPI inflation from the third quarter of 2009 to the end of 2011.[6] They show, in particular, the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

Both total and core inflation are expected to return to the Bank's 2 per cent target in the second quarter of 2011.

Chart 21: Projection for core CPI inflation
Year-over-year percentage change

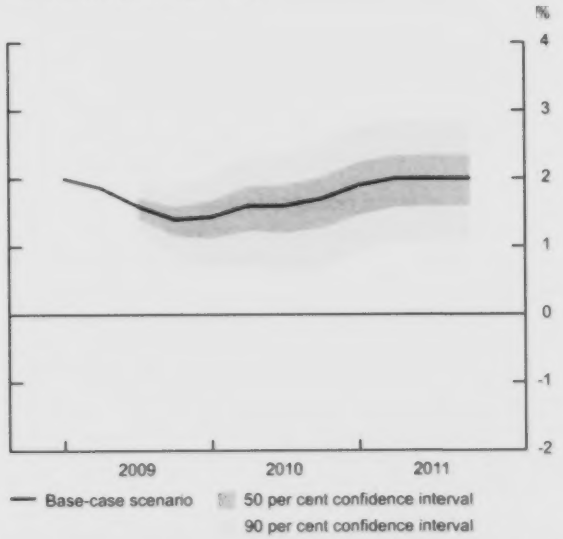
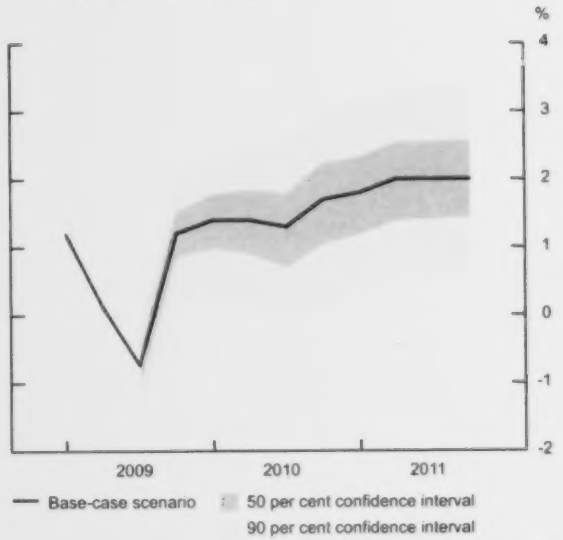


Chart 22: Projection for total CPI inflation
Year-over-year percentage change



6 Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf>.

Risks to the Outlook

Although the vigorous policy actions taken by monetary and fiscal authorities around the world appear to have reduced the probability of an extreme negative outcome for the global economy, and recent developments provide encouraging signs of a potential upturn in global and Canadian economic activity, significant upside and downside risks remain to the Bank's inflation projection for Canada.

The main upside risks to inflation relate to domestic factors, and the possibility that the momentum in economic activity will be stronger and more sustained than currently anticipated. While the Bank's latest base-case projection already incorporates a somewhat faster pickup in domestic demand than had been expected in the April *Report*, the recent rebound in consumer confidence, coupled with improvements in financial conditions, could lead to less precautionary saving, stronger growth, and an earlier return to the 2 per cent inflation target. Another upside risk to inflation is the possibility that potential output will be lower than the Bank's revised estimate, if the extensive restructuring in certain sectors is more protracted and the investment response more delayed than currently envisaged.

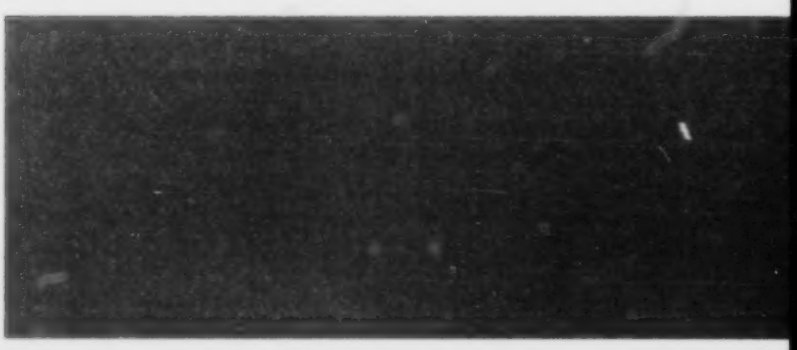
The principal downside risks to inflation relate mainly to the external sector. The restoration of normal financial conditions could be more gradual than expected and further setbacks cannot be precluded—triggered, for example, by unexpected losses at financial institutions or by escalating concerns about current account and budgetary imbalances. Such developments could have serious spillover effects in Canada through trade, financial, and confidence channels. Importantly, a stronger and more volatile Canadian dollar could act as a significant drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009



www.banqueducanada.ca

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

---

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA, COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH, JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

La Banque prévoit que la croissance reprendra plus tard cette année, mais que la reprise à l'échelle du globe et au Canada sera plus modeste que de coutume. Cette situation tient en partie à la nécessaire correction d'une série de déséquilibres au sein des grandes économies et entre celles-ci. Initialement, la reprise sera en grande partie attribuable à la politique monétaire et aux mesures très énergiques prises à ce chapitre ainsi qu'à la politique budgétaire, qui commence à avoir une incidence.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
18 juin 2009
Regina, Saskatchewan

Table des matières

1 Vue d'ensemble

3 L'économie mondiale

3 L'évolution récente

5 L'évolution des marchés financiers mondiaux

7 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

11 L'économie canadienne

11 L'évolution récente

11 L'offre et la demande globales

14 L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

15 L'inflation et la cible de 2 %

16 Les conditions du crédit au Canada

19 Le taux de change

21 Les mesures d'intervention

21 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

22 L'offre et la demande globales

24 La projection en matière d'inflation

27 Les risques entourant les perspectives

Notes techniques

20 La politique monétaire fait contrepoids au frein qu'exercent les conditions du crédit

25 L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada

Vue d'ensemble

L'économie mondiale a été secouée par une récession intense et synchronisée, et une offre excédentaire considérable est apparue. De plus en plus de signes indiquent maintenant que l'activité économique a commencé à se redresser dans de nombreux pays par suite des mesures de relance monétaire et budgétaire et des actions menées afin de stabiliser le système financier international. Toutefois, la reprise commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.

La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'adoption de politiques monétaire et budgétaires expansionnistes, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance chez les entreprises et les ménages stimulent la croissance de la demande intérieure. Cependant, l'appréciation du dollar canadien, ainsi que la restructuration en cours dans d'importants secteurs d'activité, modère de façon notable le rythme global de l'expansion.

La vigueur précoce de la demande intérieure tient en partie à un devancement des dépenses des ménages, ce qui modifie légèrement le profil de croissance au cours de la période de projection par rapport à celui présenté dans le *Rapport* d'avril. La Banque prévoit que l'économie se contractera de 2,3 % en 2009 pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, et qu'elle atteindra son plein potentiel au milieu de 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin et devrait toucher un creux au troisième trimestre de cette année avant de regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence a à peine baissé au deuxième trimestre de 2009. La Banque s'attend encore à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence diminue au second semestre de cette année avant de remonter progressivement pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Un autre risque à la hausse a trait à

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 juillet 2009.

la production potentielle, qui pourrait être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la restructuration importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus graduelle qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher, soit 1/4 %, jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie mondiale

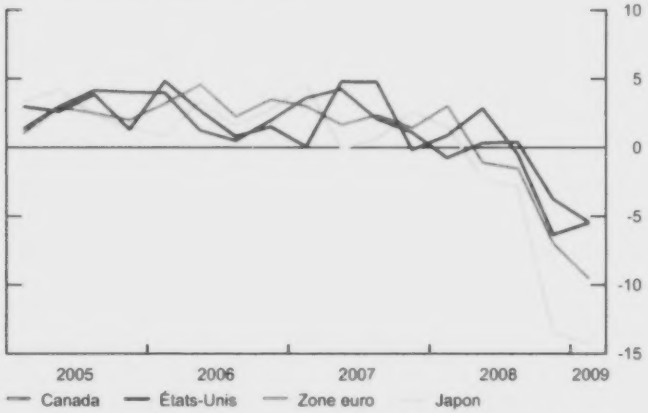
L'évolution récente

La récession mondiale a persisté au deuxième trimestre de 2009, mais le recul de la production a décéléré, ce qui donne à penser que l'activité économique à l'échelle du globe serait près de toucher un creux.

La récession mondiale synchronisée qui a débuté au dernier trimestre de 2008 s'est intensifiée au premier trimestre de 2009, sous l'effet d'un tassement de la demande internationale plus prononcé qu'on ne le prévoyait au moment de la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. La récession a persisté au deuxième trimestre, mais le recul de la production semble avoir décéléré, ce qui donne à penser que l'activité économique à l'échelle du globe serait près de toucher un creux. Les mesures énergiques adoptées par l'ensemble des pays du G20 ont aidé à stabiliser les marchés financiers, réduit l'incertitude et soutenu la demande globale. Les marchés boursiers de la planète se sont redressés après s'être effondrés en 2008 et au début de 2009, les écarts de crédit des marchés clés se sont rétrécis, et les banques ont été en mesure de mobiliser les capitaux dont elles avaient besoin.

L'économie mondiale demeure fragile cependant. La réduction du levier financier des banques, des ménages et des entreprises se poursuit, faisant écho aux corrections en cours au sein de l'économie réelle. L'ajustement des stocks, de l'emploi et du capital au fléchissement de la demande mondiale a concouru à un ralentissement notable de la croissance du PIB réel des grandes économies **(Graphique 1)**. La demande atone et les écarts de

Graphique 1 : Le PIB réel des grandes économies s'est brusquement contracté au premier trimestre
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

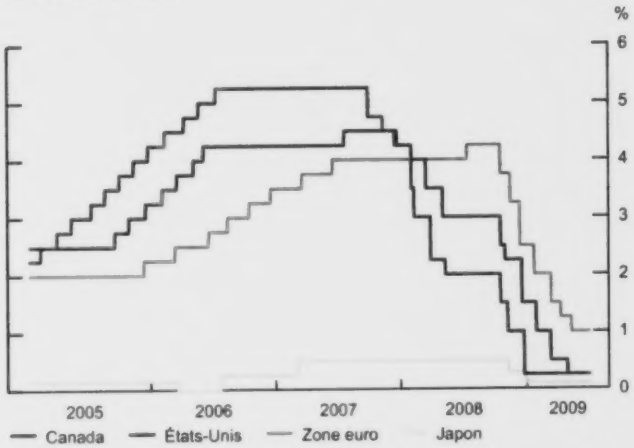
production plus négatifs ont fait reculer les taux d'inflation à l'échelle internationale, mais les ajustements structurels de l'économie mondiale ont freiné la croissance de la production potentielle et, sous l'effet également des rigidités des prix et des salaires, ont atténué la pression à la baisse sur l'inflation.

L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une reprise économique durable.

L'adoption de mesures de politique budgétaire et monétaire vigoureuses **(Graphique 2)**, conjuguée à l'octroi d'un soutien continu au secteur financier, a contribué à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises et à améliorer les conditions sur les marchés financiers dans la plupart des pays. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une reprise économique durable.

Graphique 2 : Les taux directeurs ont touché ou avoisinent leur valeur plancher dans de nombreux pays

Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Aux États-Unis, le fléchissement de l'activité économique s'est poursuivi au premier semestre de 2009, mais de manière moins prononcée. Les ventes de véhicules automobiles ont été nettement inférieures à celles enregistrées l'année précédente, et la restructuration en cours dans le secteur nord-américain de l'automobile incite à penser que la production totale en 2009 sera à son niveau le plus faible depuis plus de 30 ans. Le secteur de la construction aux États-Unis est demeuré anémique et les prix des maisons ont continué de reculer. Toutefois, les ventes de maisons se sont stabilisées et les stocks de maisons neuves invendues ont diminué, ce qui indique que la baisse des investissements dans le secteur résidentiel pourrait tirer à sa fin. Par ailleurs, les paiements de transfert et les réductions d'impôt ont poussé à la hausse le revenu disponible au deuxième trimestre et le rythme de la détérioration du marché de l'emploi a ralenti quelque peu. Des indicateurs avancés, comme les nouvelles commandes et la confiance des ménages, laissent croire que l'économie américaine aurait touché son creux.

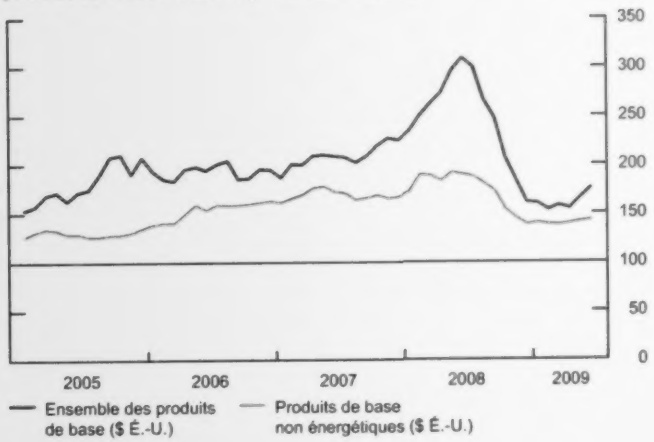
En Europe, l'activité économique au premier semestre de 2009 a été plus faible que prévu, par suite du repli marqué des investissements et des exportations nettes ainsi que de la correction des stocks en cours. Les entreprises ont réduit leur production et leurs investissements en réaction à une dégradation du contexte extérieur, à une appréciation de la monnaie et à l'atonie de la demande intérieure. Le chômage a augmenté, alors que les rigidités ont freiné l'ajustement du marché du travail. L'incertitude entourant l'état du

secteur bancaire demeure élevée, en raison des craintes que les tests de résistance annoncés récemment concernant les banques européennes ne révèlent de nouvelles capitalisations insuffisantes associées au ralentissement prononcé de l'activité et à leur exposition en Europe de l'Est. Au Japon, après la contraction d'une ampleur inattendue de l'économie observée au premier trimestre, les indicateurs économiques pour le deuxième trimestre sont plus favorables. Une correction rapide des stocks et l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire ont ravivé la confiance des entreprises et des consommateurs japonais. En Chine, l'activité a été beaucoup plus vigoureuse que dans les autres économies asiatiques grâce aux dépenses d'infrastructure considérables et aux politiques visant à soutenir la consommation, lesquelles ont stimulé la demande intérieure et aidé à contrebalancer la chute des exportations.

Les prix des produits de base se sont raffermis depuis la parution du *Rapport* d'avril **(Graphique 3)**. Les cours de l'énergie se sont inscrits en hausse, sous l'impulsion d'importantes réductions de production par l'OPEP, de la baisse des stocks et de la montée attendue de la demande d'énergie, notamment en Asie. Les courbes des cours à terme continuent à indiquer une augmentation des prix du pétrole durant la période à venir. Si la progression des prix des produits de base non énergétiques a été moins marquée, celle des métaux a été appréciable en raison principalement de l'augmentation de la demande chinoise.

Graphique 3 : Les prix des produits de base se sont raffermis depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(base 100 de l'indice : 1982-1990), données mensuelles



Source : Banque du Canada

L'évolution des marchés financiers mondiaux

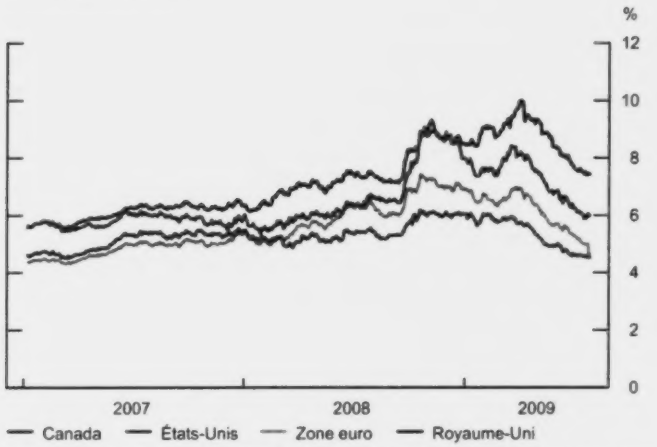
La réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques à l'échelle du globe, conjuguée au soutien accordé actuellement au secteur financier, s'est traduite par des améliorations sensibles au sein du système financier mondial au deuxième trimestre de 2009. À mesure que les risques d'une dégradation plus grave de la situation économique dans le monde ont diminué, les marchés boursiers internationaux se sont redressés et se sont mis à tabler sur des perspectives plus positives. Les conditions sur les marchés des obligations de sociétés ont commencé à s'améliorer dans

La réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques, conjuguée au soutien accordé actuellement au secteur financier, s'est traduite par des améliorations sensibles au sein du système financier mondial.

bon nombre de pays, comme en témoignent la baisse des primes de risque sur ces titres et l'accroissement des émissions de ce type d'obligations **(Graphique 4)**. L'achèvement des tests de résistance auxquels ont été soumises les grandes banques américaines a aidé à restaurer la confiance dans les institutions financières, ce qui a contribué au rétrécissement des écarts sur le marché interbancaire **(Graphique 5)**.

Graphique 4 : Les coûts d'emprunt des entreprises ont fortement reculé[a]

Données quotidiennes



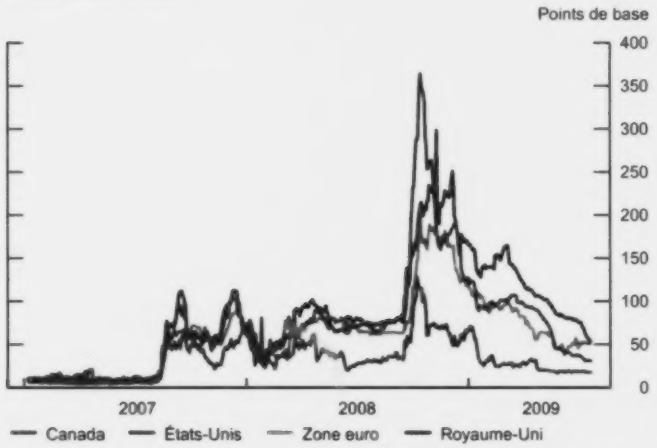
a. Rendements des obligations de sociétés de bonne qualité. Les séries ne sont pas nécessairement comparables d'un pays à l'autre parce que les combinaisons de notation de crédit et de duration peuvent différer sur les marchés obligataires intérieurs.

Sources : Merrill Lynch et Bloomberg

Graphique 5 : Les marchés du financement à court terme se sont améliorés considérablement

Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour[a]

Données quotidiennes



a. LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada

Source : Bloomberg

Si ces signes de stabilisation des conditions financières sont encourageants, de nombreuses améliorations sont liées aux interventions de l'État. Le fonctionnement des marchés des instruments titrisés demeure gravement entravé, et l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises a continué de se resserrer dans de nombreux pays, comme l'indiquent les enquêtes auprès des responsables du crédit.

Dans l'ensemble toutefois, l'évolution récente donne à penser que les marchés financiers mondiaux se rétablissent, alors que s'estompent les graves difficultés que les marchés ont connues après la faillite de Lehman Brothers en septembre dernier. Les progrès réalisés dans la restauration du fonctionnement des marchés financiers demeurent inégaux cependant. On s'attend à ce que les améliorations additionnelles qui sont essentielles à une reprise économique durable soient graduelles. Ces améliorations reposent sur la poursuite de l'assainissement des bilans des banques, en particulier aux États-Unis et en Europe.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives de croissance des grandes économies avancées en 2009 et 2010 demeurent largement conformes à celles qui ont été présentées dans le *Rapport* d'avril, mais le risque d'un repli persistant de l'activité a diminué considérablement. La Banque prévoit maintenant que l'économie mondiale se contractera de 1,7 % en 2009, puis qu'elle progressera de 2,3 % en 2010 et de 3,9 % en 2011 **(Tableau 1)**[1].

Les perspectives de croissance des grandes économies avancées demeurent largement conformes à celles qui ont été présentées dans le Rapport *d'avril, mais le risque d'un repli persistant de l'activité a diminué considérablement.*

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2008	2009	2010	2011
États-Unis	21	1,1 *(1,1)*	-2,4 *(-2,4)*	1,4 *(1,2)*	3,4 *(2,9)*
Zone euro	16	0,6 *(0,7)*	-4,4 *(-3,5)*	0,7 *(-0,2)*	2,4 *(1,6)*
Japon	7	-0,7 *(-0,7)*	-6,0 *(-6,2)*	1,9 *(0,1)*	2,8 *(2,5)*
Chine	11	9,1 *(9,1)*	7,8 *(6,7)*	8,3 *(7,7)*	9,6 *(8,9)*
Autres pays	45	3,9 *(4,2)*	-2,1 *(-0,1)*	1,9 *(2,5)*	3,5 *(3,8)*
Ensemble du monde	**100**	**3,0 *(3,2)***	**-1,7 *(-0,8)***	**2,3 *(2,2)***	**3,9 *(3,7)***

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009.
b. La ventilation par pays diffère de celle présentée dans la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections du *Rapport* d'avril 2009 selon la nouvelle ventilation.
Source : Banque du Canada

Cette reprise graduelle de l'économie mondiale est favorisée par plusieurs facteurs déterminants. Premièrement, le soutien important apporté au secteur financier ainsi que la réduction de l'incertitude entourant les perspectives macroéconomiques devraient contribuer au rétablissement de conditions encore plus normales sur les marchés financiers, ce qui fera baisser les coûts d'emprunt et augmenter l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages. Deuxièmement, les mesures énergiques de relance monétaire et budgétaire déjà en place devraient aider à rétablir la confiance des consommateurs

1 La Banque du Canada se sert d'un nouveau modèle de prévision pour l'économie mondiale. Comme la ventilation par région et par pays est légèrement différente de celle qui a été utilisée dans les projections antérieures, l'information dans le Tableau 1 n'est pas présentée de la même façon que dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Des renseignements sur le nouveau modèle seront fournis dans un rapport technique de la Banque du Canada à paraître.

et des entreprises et revigorer la demande intérieure. Troisièmement, une fois les corrections opérées dans le secteur du logement de plusieurs économies, l'effet modérateur considérable sur la croissance se dissipera. Quatrièmement, l'achèvement du cycle des stocks, surtout dans les secteurs de l'automobile et des technologies de l'information, ainsi que le rétablissement des échanges transfrontaliers devraient soutenir la reprise mondiale. Toutefois, les ajustements structurels — plus particulièrement dans le secteur de l'automobile — devraient s'effectuer lentement, et la hausse du chômage ainsi que les effets de richesse négatifs freineront la consommation et les investissements. Le caractère prolongé de la reprise aura aussi pour effet d'accroître les capacités de production excédentaires au sein de l'économie mondiale et, ainsi, de contenir la montée des salaires et des prix.

Le PIB des États-Unis, en chiffres annuels, devrait reculer de 2,4 % en 2009, puis progresser de 1,4 % en 2010 et de 3,4 % en 2011.

Aux États-Unis, comme le rythme d'expansion de l'économie devrait demeurer inférieur à celui de la production potentielle en 2009 et en 2010, la hausse du chômage devrait persister. On s'attend à ce que la politique budgétaire stimule fortement l'économie en favorisant un redressement graduel de la demande intérieure finale. La production de véhicules automobiles et les mises en chantier devraient aussi augmenter une fois l'ajustement des stocks terminé, puisque les niveaux actuels ne suffisent pas à couvrir les taux de renouvellement prévus. Cette évolution devrait pousser à la hausse la demande d'exportations canadiennes. La reprise sera toutefois graduelle, car le revenu disponible plus faible et la nécessité d'accroître l'épargne afin de restructurer les bilans des ménages continueront à exercer des pressions à la baisse sur la consommation tout au long de 2009 et de 2010. Le PIB des États-Unis, en chiffres annuels, devrait reculer de 2,4 % en 2009, puis progresser de 1,4 % en 2010 et de 3,4 % en 2011.

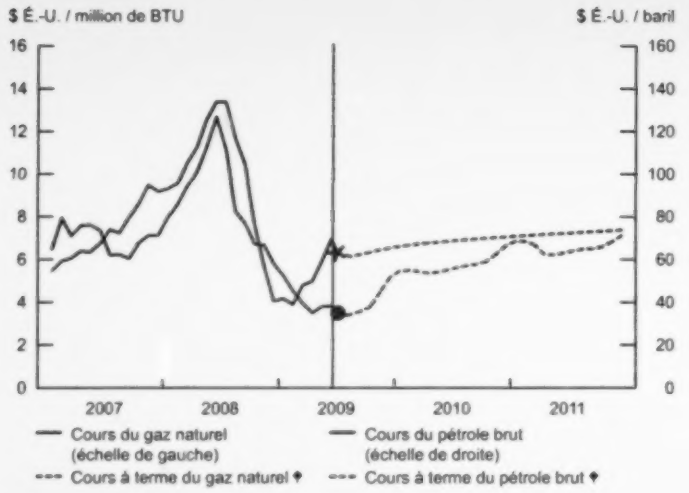
Le moment où se produira la reprise dans les autres économies industrialisées et le rythme de celle-ci dépendent des mesures de politique prises dans le passé et actuellement ainsi que de l'état de leurs systèmes bancaires. En Europe, la reprise sera vraisemblablement plus lente qu'aux États-Unis, ce qui tient aux interventions moins énergiques auxquelles ont procédé jusqu'à maintenant les décideurs publics européens et aux difficultés persistantes au sein des systèmes bancaires. L'Europe devrait néanmoins profiter du raffermissement de la croissance mondiale, lequel stimulera l'activité économique par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Au Japon, le processus d'ajustement des stocks a été étonnamment rapide, ce qui donne à penser que le cycle des stocks freinera moins la production à court terme. Les mesures de relance budgétaire annoncées récemment et le soutien continu apporté par la politique monétaire devraient dynamiser la demande intérieure et aider ainsi à compenser l'atonie de la conjoncture extérieure.

On s'attend à ce que la croissance économique s'accélère en Chine, à mesure que les interventions de relance budgétaire et monétaire pousseront la demande intérieure à la hausse et contribueront à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations.

On s'attend à ce que la croissance économique s'accélère en Chine, à mesure que les interventions de relance budgétaire et monétaire pousseront la demande intérieure à la hausse et contribueront à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations. Dans d'autres pays à marché émergent, la conjoncture économique a été très morose au premier semestre de 2009, mais elle devrait se redresser progressivement en 2009 et 2010, ce qui concourra à raffermir la demande mondiale et à soutenir davantage les prix des produits de base à moyen terme **(Graphique 6)**.

Graphique 6 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une remontée des prix du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



- Cours au comptant du pétrole brut (17 juillet 2009)
- Cours au comptant du gaz naturel (17 juillet 2009)
♦ Prix moyen des contrats à terme sur les deux semaines se terminant le 17 juillet 2009

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, la Banque prévoyait que la récession au Canada s'accentuerait encore et qu'une reprise modérée s'amorcerait au quatrième trimestre de 2009. Parmi les facteurs qui sous-tendraient cette reprise, la Banque citait les mesures de relance monétaire et budgétaire, l'amélioration des conditions financières internationales, le raffermissement de la confiance, le début de la reprise économique à l'échelle mondiale et le redressement des termes de l'échange. L'évolution récente cadre en gros avec ce scénario. Toutefois, l'économie étant soutenue par l'amélioration des conditions financières et le niveau plus élevé que prévu de la confiance des entreprises et des consommateurs, le ralentissement de l'activité au premier semestre de l'année a été moins marqué, et l'on s'attend maintenant à ce que la croissance redevienne positive au troisième trimestre. Ce redressement plus tôt qu'escompté de l'expansion du PIB tient en partie à un devancement des dépenses des ménages par rapport aux prévisions précédentes de la Banque, ce qui modifie quelque peu le profil de croissance au cours de la période de projection. Ces considérations d'ordre temporel mises à part, les perspectives de l'économie canadienne sont globalement conformes à celles exposées en avril.

Le ralentissement de l'activité au premier semestre de l'année a été moins marqué, et l'on s'attend maintenant à ce que la croissance redevienne positive au troisième trimestre.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

La récession au Canada s'est intensifiée au premier trimestre de 2009, parallèlement au brusque ralentissement de l'économie mondiale. Le PIB réel a fléchi de 5,4 % (en rythme annuel), soit la plus importante réduction trimestrielle depuis 1991, et le revenu intérieur brut réel a continué de se comprimer fortement, par suite d'une nouvelle détérioration des termes de l'échange **(Graphique 7)**. La baisse du PIB réel au premier trimestre s'est révélée inférieure à ce qu'on envisageait dans le *Rapport* d'avril, les dépenses des ménages ayant régressé moins qu'attendu et les importations ayant diminué davantage que prévu.

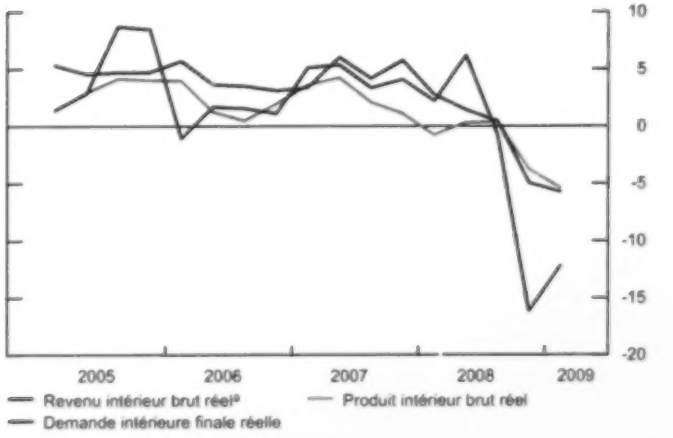
Exception faite des dépenses publiques, toutes les principales composantes de la demande globale se sont repliées au premier trimestre. Le recul des exportations s'est accentué, du fait de la dégringolade de la demande aux États-Unis et du bas niveau des prix des matières premières. Si les exportations ont affiché une atonie relativement généralisée, celles de produits automobiles ont été particulièrement touchées, s'enfonçant d'environ 80 % (en rythme annuel) en raison des ventes anémiques de véhicules automobiles aux États-Unis et de la restructuration majeure en cours dans l'industrie nord-américaine de l'automobile. La demande intérieure finale s'est également inscrite en forte baisse pour un deuxième trimestre d'affilée, car les ménages

et les entreprises ont restreint leurs dépenses face au recul du revenu intérieur et au degré élevé d'incertitude. Bien que les stocks aient fléchi dans l'ensemble des secteurs au premier trimestre, la chute des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes **(Graphique 8)**, surtout dans les secteurs de la fabrication et du commerce de gros.

L'économie canadienne a continué de se contracter au deuxième trimestre de 2009, mais le rythme semble s'être modéré. Les dépenses de consommation se sont probablement redressées, grâce au regain de confiance, à la remontée des cours boursiers, à la résilience de la croissance des salaires et au raffermissement des termes de l'échange. L'expansion de la

Graphique 7 : Le revenu intérieur brut réel s'est comprimé fortement

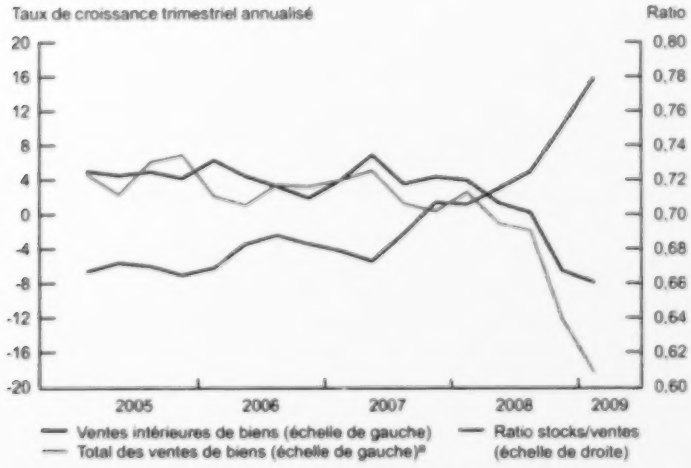
Taux de croissance trimestriel annualisé



a. Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 8 : La faiblesse des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes



a. Le total des ventes de biens correspond à la demande intérieure finale moins la consommation de services plus les exportations de biens, tous les chiffres étant en dollars constants.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

consommation devrait néanmoins être restée bien en deçà de son niveau tendanciel au deuxième trimestre, à cause notamment de l'érosion passée de la richesse des ménages et de la hausse du chômage. Le secteur du logement semble se rétablir, comme le donne à penser la vive reprise sur le marché de la revente, sous l'effet de l'amélioration de la confiance des consommateurs et de l'accessibilité à la propriété **(Graphique 9)**.

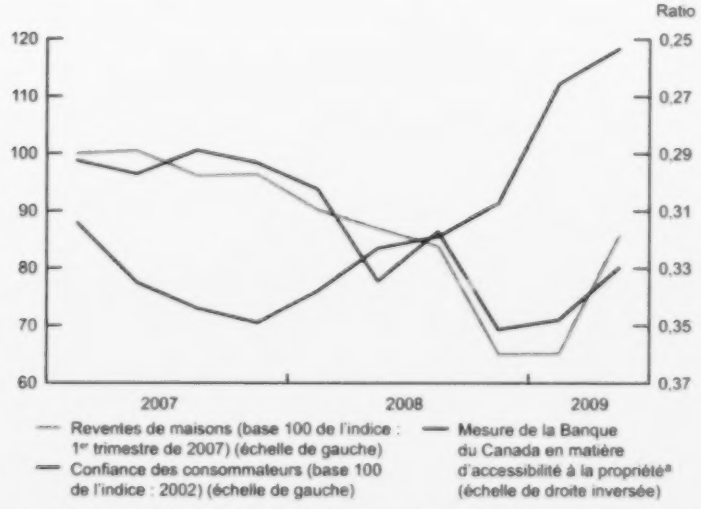
La demande étrangère de biens et de services canadiens est toutefois demeurée très faible au deuxième trimestre. Quoique le repli des exportations paraisse avoir ralenti, la conjoncture reste difficile pour les exportateurs canadiens, étant donné l'atonie de la demande aux États-Unis, la récente appréciation du dollar canadien et la restructuration engagée dans les secteurs de l'automobile et des produits forestiers. Les investissements des entreprises semblent avoir encore diminué eux aussi, en raison de l'incertitude quant au moment et à la vigueur de la reprise mondiale et de la détérioration des flux de trésorerie. En outre, les entreprises subissent des pressions persistantes pour réduire davantage leurs stocks compte tenu des ratios stocks/ventes exceptionnellement élevés.

Dans le *Rapport* d'avril, la Banque a revu à la baisse son estimation de la production potentielle pour la période 2009-2011, à la lumière des importants changements structurels en cours au sein de l'économie canadienne et du recul prononcé des investissements. En conséquence, on s'attend maintenant à ce que la croissance de la production potentielle ralentisse à 1,1 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011[2].

On s'attend à ce que la croissance de la production potentielle ralentisse à 1,1 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

Graphique 9 : L'amélioration de l'accessibilité à la propriété et de la confiance des consommateurs contribue à la reprise dans le secteur du logement

Données trimestrielles



a. La valeur pour le deuxième trimestre de 2009 est une estimation. Cette mesure correspond au ratio des paiements hypothécaires sur un achat de maison type au revenu disponible moyen et exclut les impôts fonciers, les frais d'assurance et les coûts des services publics. Une diminution du ratio indique une amélioration de l'accessibilité à la propriété. Pour de plus amples renseignements sur cette mesure, voir http://credit.banqueducanada.ca.

Sources : Service inter-agences, Conference Board du Canada et calculs de la Banque du Canada

2 Dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait projeté un taux de croissance de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011. Elle présentera un examen approfondi de ses estimations de la croissance de la production potentielle dans le *Rapport* d'octobre 2009.

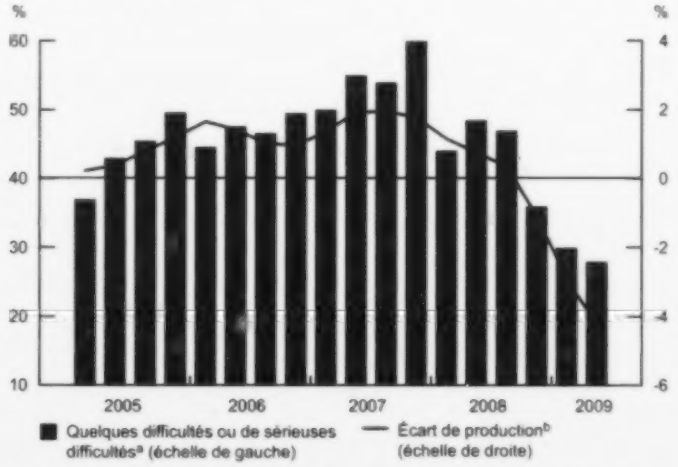
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La récession s'accentuant, l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est sensiblement accrue. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production a atteint -4,3 % au deuxième trimestre de 2009 **(Graphique 10)**. Lorsqu'elle évalue les capacités excédentaires, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, d'autant plus que la marge d'erreur de celle-ci tend à augmenter à proximité des points de retournement[3]. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été (http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2009/ete/bos0709f.pdf), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée à un niveau exceptionnellement bas. La plupart des indicateurs du marché du travail reflètent la faiblesse des marchés des produits. L'économie a continué de supprimer des emplois (quoique à un rythme plus lent), le nombre moyen d'heures travaillées a fléchi et le taux de chômage n'a jamais été aussi élevé en onze ans **(Graphique 11)**. Le pourcentage des entreprises qui ont fait état de pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque réalisée cet été n'a que légèrement augmenté, après avoir touché son niveau le plus bas en dix ans au printemps dernier.

La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3,5 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2009.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en considération la faiblesse de la production potentielle liée à la restructuration actuelle de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que celle-ci fonctionnait à environ 3,5 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2009.

Graphique 10 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est sensiblement accrue



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

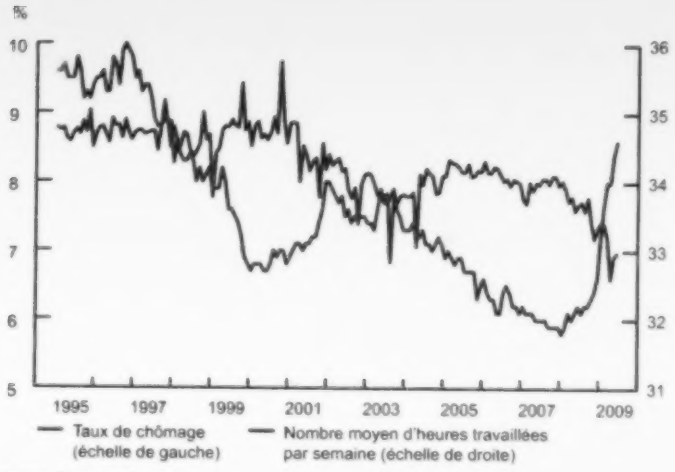
b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2009 se fonde sur une diminution prévue de la production de 3,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

3 Pour une analyse des problèmes susceptibles de se poser dans l'estimation de l'écart de production à la fin d'un échantillon, voir J.-P. Cayen et S. van Norden (2005), « The Reliability of Canadian Output-Gap Estimates », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 16, n° 3, p. 373-393.

Graphique 11 : Le nombre d'heures travaillées a fléchi et le taux de chômage a augmenté

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

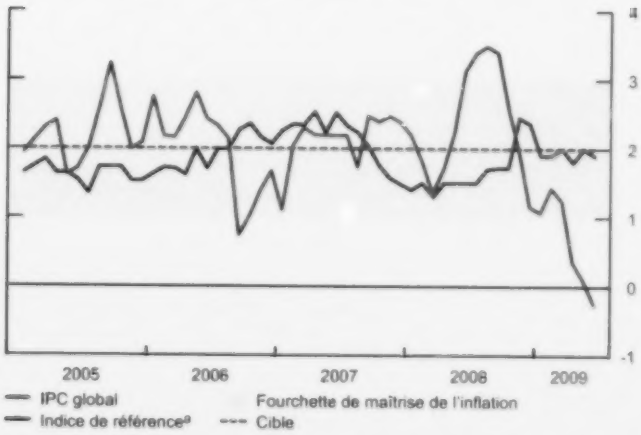
L'inflation et la cible de 2 %

Comme on le prévoyait, l'inflation mesurée par l'IPC global a diminué de façon marquée au deuxième trimestre. Le taux de variation sur douze mois de l'indice est passé de 1,2 % en mars à -0,3 % en juin **(Graphique 12)**, sous l'effet de la forte baisse en glissement annuel des prix de l'énergie. Ce recul de l'IPC global est cependant inférieur à ce qu'on anticipait dans la livraison d'avril du *Rapport*, du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence, à 1,9 %, n'a à peu près pas varié. Cette rigidité de l'inflation fondamentale, malgré l'élargissement de l'écart de production, est associée à la résilience

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin, tandis que celle mesurée par l'indice de référence, à 1,9 %, n'a à peu près pas varié.

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC global a diminué, tandis que celle mesurée par l'indice de référence est demeurée stable

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

de la croissance des salaires par rapport à la tendance sous-jacente de la productivité. Elle pourrait aussi indiquer une inertie de l'inflation face à l'offre excédentaire. On s'attend néanmoins à ce que la marge substantielle de capacités inutilisées au sein de l'économie fasse baisser le taux d'accroissement de l'indice de référence au cours des prochains trimestres.

Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme ont quelque peu augmenté comparativement aux très bas niveaux enregistrés ces derniers mois, sous l'influence des hausses des prix des matières premières et de l'amélioration de l'humeur des marchés et de la confiance des consommateurs. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, la croissance de l'IPC global pour 2009 sera de 0,4 %. Les taux prévus en 2010 et à plus long terme continuent d'avoisiner la cible d'inflation de 2 %. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises révèlent également que les attentes d'inflation se concentrent de plus en plus à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation établie par l'institution.

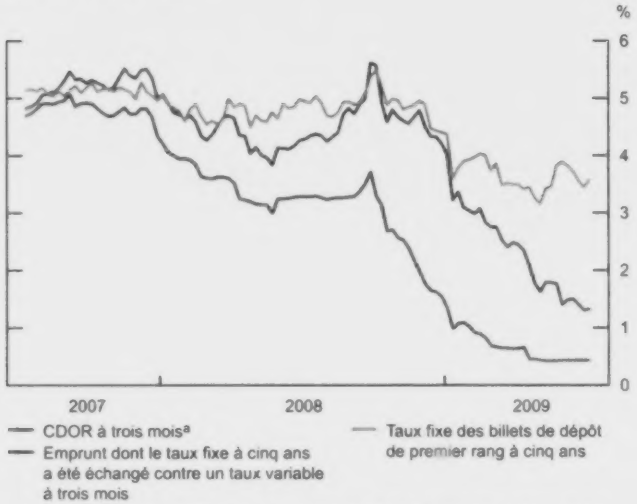
Les conditions du crédit au Canada

Les conditions financières au Canada se sont améliorées depuis avril et demeurent plus favorables que dans les autres économies avancées.

Les conditions financières au Canada se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril, faisant écho à l'évolution récente observée à l'échelle mondiale. Les cours boursiers ont rebondi, les écarts sur les obligations de sociétés canadiennes ont nettement diminué et la cadence d'émission des obligations de sociétés s'est accélérée. Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées, ce qui est d'ailleurs le cas depuis les débuts de la crise financière.

Les coûts de financement des banques canadiennes restent bas **(Graphique 13)**. Les coûts d'emprunt des ménages sont également peu élevés, bien qu'ils se soient quelque peu accrus dernièrement par suite de la majoration des taux hypothécaires fixes à plus long terme **(Tableau 2)**. Pour leur part, les coûts d'emprunt des entreprises canadiennes ont poursuivi leur

Graphique 13 : Les coûts de financement des banques canadiennes restent bas...
Données hebdomadaires



a. Le CDOR *(Canadian Dealer Offered Rate)* est un taux établi quotidiennement sur la base du taux des acceptations bancaires canadiennes.

Sources : Bloomberg, banques commerciales canadiennes et calculs de la Banque du Canada

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

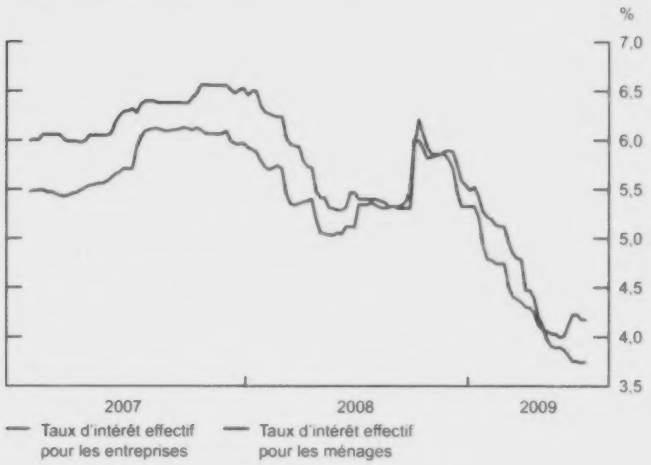
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable effectif estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juill. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 déc. 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juill. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 déc. 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janv. 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43	4,83
17 juill. 2009	0,25	2,25	2,75	5,85	0,44	4,54

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 14 : ... tout comme les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

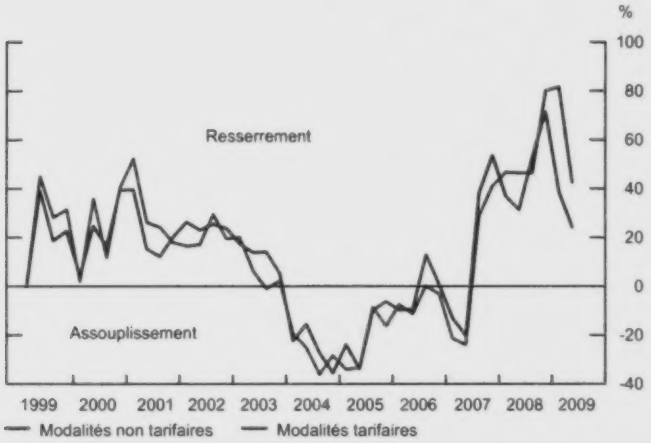
Source : Calculs de la Banque du Canada

Le fait que les coûts d'emprunt des ménages soient peu élevés et que ceux des entreprises soient en régression devrait contribuer à relancer les composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt et à soutenir la reprise économique.

repli ces derniers mois **(Graphique 14)**, les firmes tirant parti de la récente chute des écarts[4]. Le taux d'intérêt moyen effectif sur les emprunts des entreprises a diminué de quelque 65 points de base depuis la publication du *Rapport* d'avril, malgré les rendements légèrement supérieurs sur les obligations d'État. Toutefois, les participants à la plus récente édition de l'enquête auprès des responsables du crédit (http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos1307T2.pdf) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé que le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises s'étaient encore détériorés au deuxième trimestre **(Graphique 15)**[5]. Néanmoins, le resserrement était moins généralisé et se concentrait davantage dans certains secteurs qu'aux trimestres précédents. Dans l'ensemble, le fait que les coûts d'emprunt des ménages soient peu élevés et que ceux des entreprises soient en régression devrait contribuer à relancer les composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt et à soutenir la reprise économique.

Graphique 15 : Les institutions financières ont resserré encore les conditions du crédit aux entreprises

Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts, selon les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit[a]



a. Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

Nota : Chaque série représente la moyenne simple des soldes des opinions des institutions financières pour les petites entreprises, les sociétés commerciales et les grandes sociétés.

Source : Banque du Canada

L'amélioration des conditions financières au Canada transparaît notamment dans l'accroissement appréciable de l'indice des conditions financières (ICF) de la Banque depuis avril. En effet, l'ICF se situe maintenant légèrement au-dessus de sa moyenne sur dix ans. Cet indice reflète le niveau exceptionnellement bas du taux directeur, qui contrebalance les écarts inhabituellement

4 Le taux d'intérêt effectif pour les ménages est une moyenne pondérée de divers taux d'intérêt de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation. Les coefficients de pondération sont établis d'après les données sur le crédit hypothécaire à l'habitation et le crédit à la consommation, ajustées en fonction de renseignements complémentaires fournis par les institutions financières. Quant au taux d'intérêt effectif pour les entreprises, il s'agit d'un taux d'emprunt moyen pondéré applicable aux nouveaux prêts accordés aux entreprises non financières. Il est estimé à partir de taux d'intérêt bancaires et de taux d'intérêt des marchés. Les coefficients de pondération sont établis d'après les données sur le crédit aux entreprises.

5 La contradiction apparente entre la baisse estimative des taux d'emprunt effectifs pour les entreprises et le nouveau resserrement des conditions de prêt dont font état les enquêtes s'explique vraisemblablement par des différences dans la nature des données recueillies et le moment où les répondants sont sondés. Par exemple, l'enquête auprès des responsables du crédit porte sur le financement obtenu par les entreprises uniquement auprès d'institutions financières, tandis que les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises pourraient être influencés par le fait que les répondants ne font pas souvent de demandes de financement.

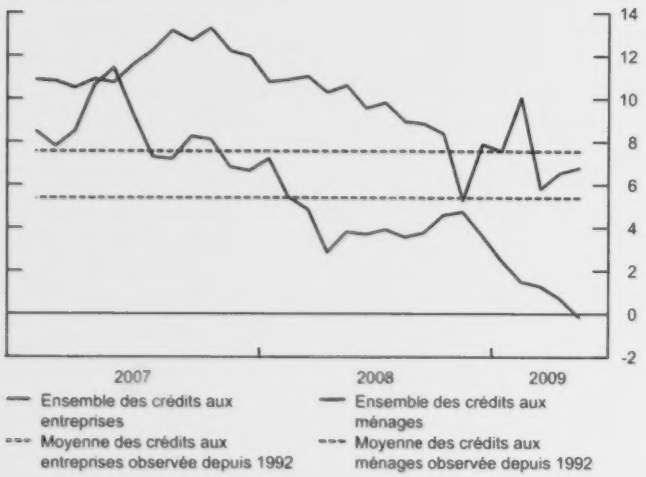
élevés sur les obligations de sociétés et le durcissement des normes d'octroi des prêts **(Note technique 1)**.

Le crédit aux ménages continue de progresser à une cadence proche de sa moyenne depuis 1992 et s'est redressé ces derniers mois **(Graphique 16)**. Cette vigueur semble tenir à la demande accrue de crédit hypothécaire, elle-même liée à la reprise récente sur le marché de la revente de maisons. Le crédit aux entreprises, par contre, a été beaucoup plus faible; sa croissance globale nulle au cours de la période de trois mois qui se terminait en mai s'explique par les sombres perspectives en matière d'investissements des entreprises, la réduction des stocks et les conditions du crédit tendues. On a observé un certain déplacement vers des sources de financement sur les marchés parallèlement à la récente stabilisation des marchés financiers.

Les agrégats monétaires ont poursuivi leur forte expansion, malgré le recul de la croissance du PIB nominal. Dans la période de trois mois s'étant achevée en mai, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 14,4 %, et l'agrégat M2++, à un taux de 7,6 %. Il est difficile de voir quelles sont les implications de cette expansion monétaire pour l'activité économique, puisque la demande de monnaie risque d'être anormalement élevée et plus volatile dans un contexte de très bas taux d'intérêt et de conditions du crédit tendues. Il est toutefois encourageant que l'offre de monnaie ait augmenté pour répondre à la demande accrue. La tendance aux modifications de portefeuilles en faveur d'actifs plus liquides devrait commencer à s'inverser, compte tenu de l'amélioration des perspectives économiques et de la normalisation des conditions du crédit.

Graphique 16 : La croissance du crédit aux ménages demeure saine, mais le crédit aux entreprises est faible

Taux de variation trimestriel annualisé



Source : Banque du Canada

Le taux de change

Le dollar canadien s'est raffermi depuis la publication du *Rapport* d'avril; il s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette d'environ 81 à 92 cents É.-U. et s'est établi, en moyenne, aux alentours de 87 cents É.-U. **(Graphique 17)**. L'appréciation du dollar canadien tient à deux grands facteurs : 1) le renchérissement des produits de base, qui a entraîné des appréciations similaires à d'autres monnaies liées aux prix des matières premières depuis avril,

Le dollar canadien s'est raffermi depuis avril, s'établissant, en moyenne, aux alentours de 87 cents É.-U.

Note technique 1

La politique monétaire fait contrepoids au frein qu'exercent les conditions du crédit

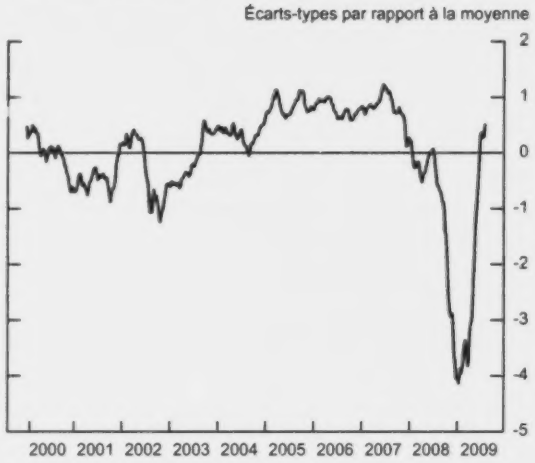
Pour évaluer l'orientation des conditions financières au Canada, la Banque suit plusieurs indicateurs. L'un d'eux, l'indice des conditions financières (ICF), mesure l'incidence nette des conditions financières sur l'activité économique. Cet indice est une moyenne pondérée de sept variables financières, à savoir : le prix des actions, celui des logements, les taux d'intérêt sans risque à court et à long terme, la prime payée par les émetteurs privés par rapport au taux des obligations sans risque, une mesure — obtenue par enquête — des conditions générales du crédit aux entreprises ainsi que le taux de change du dollar canadien[1]. Les coefficients de pondération appliqués à chaque variable sont déterminés à l'aide d'une analyse de régression et sont fonction de l'incidence relative de chacune sur l'activité économique.

Le niveau de l'ICF donne une indication du degré de tension financière par rapport à la moyenne des dix années précédentes : les valeurs supérieures à zéro dénotent des conditions financières meilleures que la moyenne, et les valeurs inférieures à zéro, des conditions plus tendues que la moyenne[2]. Vu les difficultés inhérentes à l'évaluation de l'effet des mouvements des variables financières sur l'activité économique réelle et la brièveté de la période couverte par certaines données, l'indice doit être interprété avec prudence.

Selon l'ICF, les conditions financières globales au Canada se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril **(Graphique A)**. Le risque perçu par les investisseurs à l'égard des actions et des obligations a diminué, ces derniers étant maintenant davantage convaincus que les mesures adoptées par les autorités partout dans le monde ont atténué l'ampleur de la baisse de l'activité économique. Conséquence de l'amélioration des conditions financières, l'ICF se situe maintenant légèrement au-dessus de son niveau moyen des dix dernières années. Il est à noter cependant que les primes par rapport aux taux sans risque demeurent nettement supérieures à la moyenne calculée sur dix ans, ce qui représente un frein considérable à la croissance économique.

L'influence de cette composante sur le niveau de l'ICF est contrebalancée en revanche par l'effet stimulant sur l'activité des réductions énergiques du taux directeur et de l'engagement conditionnel pris par la Banque de maintenir ce taux à sa valeur plancher jusqu'à la fin du second trimestre de 2010.

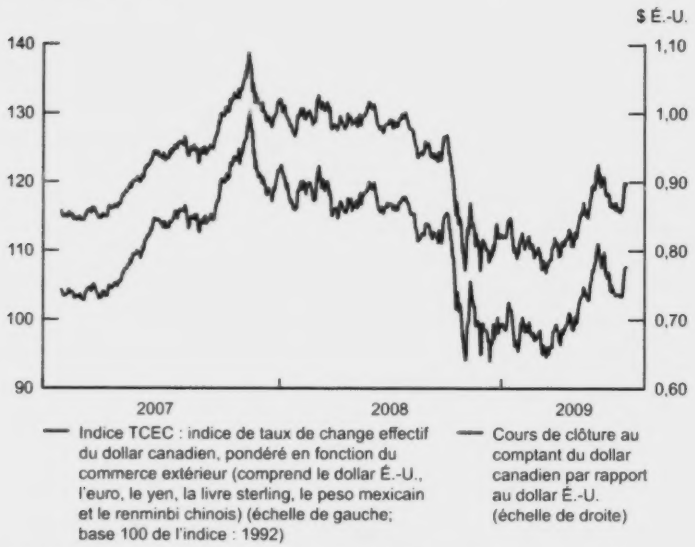
Graphique A : Indice des conditions financières (ICF)
Données hebdomadaires



Source : Calculs de la Banque du Canada

1 Pour de plus amples renseignements sur l'ICF, consulter le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
2 Le niveau de l'ICF est normalisé par son écart-type, calculé sur la période allant de 1999 à aujourd'hui.

Graphique 17 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport* d'avril
Données quotidiennes


$ É.-U.
140
130
120
110
100
90
1,10
1,00
0,90
0,80
0,70
0,60
2007
2008
2009
Indice TCEC : indice de taux de change effectif du dollar canadien, pondéré en fonction du commerce extérieur (comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois) (échelle de gauche; base 100 de l'indice : 1992)
Cours de clôture au comptant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)

Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada

et 2) l'affaiblissement généralisé du dollar américain en regard de toutes les grandes monnaies au deuxième trimestre de 2009.

Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire se sont considérablement assouplies depuis le début du ralentissement économique. En avril 2009, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour à 25 points de base — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et s'est engagée, sous réserve des perspectives de l'inflation, à maintenir le taux directeur à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010. La Banque a également exposé les principes qui la guideraient si une détente monétaire additionnelle s'avérait nécessaire alors que le taux directeur se situe à sa valeur plancher. Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a laissé inchangé le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire se sont considérablement assouplies depuis le début du ralentissement économique.

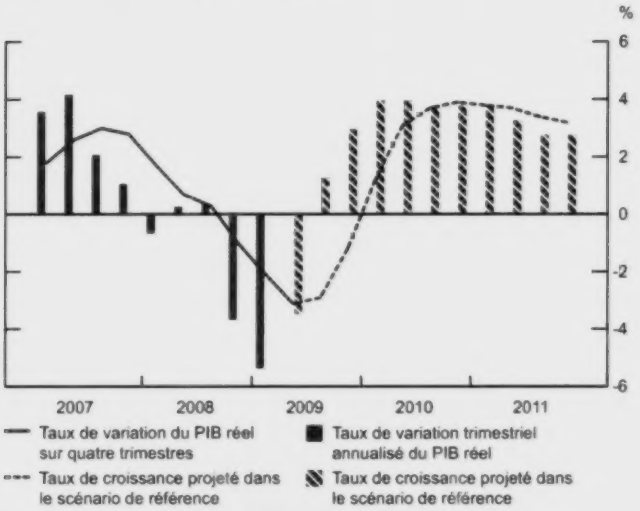
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 87 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la persistance de conditions de crédit tendues à l'échelle du globe jusqu'au début de 2010, puis leur relâchement graduel.

L'offre et la demande globales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit à présent que l'économie canadienne recommencera à croître au troisième trimestre de 2009, soit un trimestre plus tôt qu'elle ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril **(Graphique 18)**. Cette prévision à court terme un peu plus favorable tient au repli plus modeste des dépenses des ménages et des entreprises, grâce à l'atténuation des effets négatifs s'exerçant sur la confiance, à l'amélioration des conditions sur les marchés financiers et à l'accroissement plus rapide qu'anticipé antérieurement des termes de l'échange. À moyen terme, les perspectives de croissance sont généralement conformes à celles présentées dans le *Rapport* d'avril **(Tableau 3)**. Toutefois, l'expansion prévue est plus robuste jusqu'au milieu de 2010 puis plus faible pendant le reste de la période considérée.

Graphique 18 : La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

L'économie canadienne devrait se contracter de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.

En moyenne annuelle, l'économie devrait se contracter de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.

Malgré la révision à la hausse des prévisions des dépenses des ménages en 2009 et 2010, on s'attend à ce que ceux-ci demeurent prudents, compte tenu de l'atonie persistante des marchés du travail et de l'érosion de leur patrimoine imputable au fléchissement antérieur des prix des actions et des maisons. Par conséquent, le taux d'épargne des particuliers devrait rester élevé au cours de la période de projection, soit à un niveau égal ou supérieur à la moyenne enregistrée depuis le milieu des années 1990. Cet ajustement ramène la part des dépenses de consommation dans le PIB nominal à sa moyenne à long terme. Cette part a été relativement stable au Canada, contrairement à la situation aux États-Unis, où elle a augmenté considérablement **(Graphique 19)**. Le dynamisme insufflé par les politiques monétaire et budgétaires devrait contribuer à soutenir les dépenses des ménages au cours de la période projetée.

On prévoit une vive contraction des investissements fixes des entreprises en 2009, attribuable à la baisse substantielle des profits des sociétés observée actuellement, aux conditions du crédit tendues, au niveau élevé d'incertitude et aux capacités de production excédentaires. On s'attend aussi à ce que

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

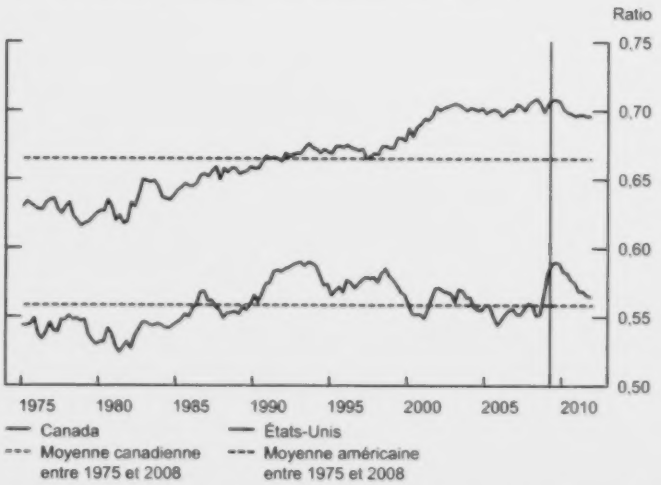
En points de pourcentage[a]

	2008	2009	2010	2011
Consommation	1,7 *(1,6)*	-0,2 *(-0,8)*	1,3 *(1,0)*	1,4 *(2,0)*
Logement	-0,2 *(-0,2)*	-0,6 *(-1,1)*	0,1 *(0,2)*	0,2 *(0,7)*
Administrations publiques	1,1 *(0,8)*	1,0 *(1,1)*	1,3 *(1,3)*	-0,4 *(-0,4)*
Investissements fixes des entreprises	0,0 *(0,2)*	-1,6 *(-1,6)*	0,1 *(-0,3)*	0,9 *(1,1)*
Total partiel : demande intérieure finale	2,6 *(2,4)*	-1,4 *(-2,4)*	2,8 *(2,2)*	2,1 *(3,4)*
Exportations	-1,6 *(-1,6)*	-5,3 *(-4,6)*	2,0 *(1,6)*	2,4 *(2,4)*
Importations	-0,3 *(-0,2)*	5,7 *(5,5)*	-2,8 *(-2,0)*	-2,3 *(-3,0)*
Total partiel : exportations nettes	1,9 *(-1,8)*	0,4 *(0,9)*	-0,8 *(-0,4)*	0,1 *(-0,6)*
Stocks	-0,3 *(-0,1)*	-1,3 *(-1,5)*	1,0 *(0,7)*	1,3 *(1,9)*
PIB	**0,4** *(0,5)*	**-2,3** *(-3,0)*	**3,0** *(2,5)*	**3,5** *(4,7)*
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,7 *(2,0)*	1,1 *(1,2)*	1,5 *(1,5)*	1,9 *(1,9)*
Revenu intérieur brut réel	2,0 *(2,0)*	-5,9 *(-6,4)*	3,9 *(2,5)*	4,4 *(6,3)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 19 : On s'attend à ce que la part des dépenses de consommation dans le PIB nominal au Canada revienne à sa moyenne à long terme

Ratio de la consommation nominale au PIB, données trimestrielles



Nota : Les valeurs projetées pour la période du deuxième trimestre de 2009 au quatrième trimestre de 2011 sont celles du scénario de référence.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

les entreprises réduisent leurs stocks, ce qui devrait freiner sensiblement la progression du PIB en 2009. L'amélioration de la situation financière et de l'activité économique ainsi que le renchérissement des produits de base devraient aider à stimuler les dépenses des entreprises en 2010.

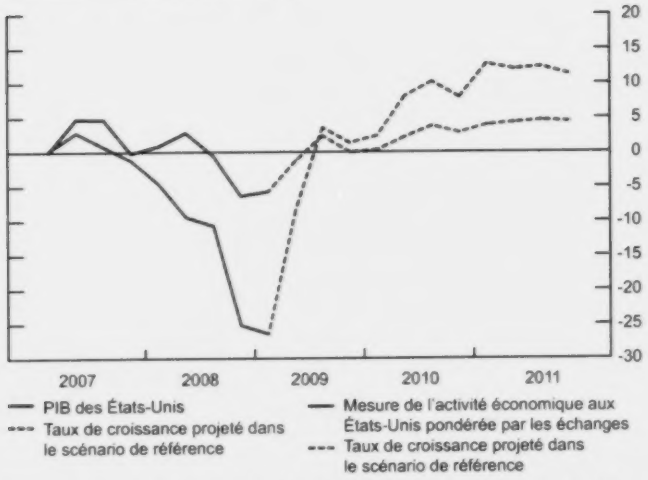
On entrevoit que le volume des exportations se redressera au cours de la période de projection sous l'effet du raffermissement de la demande extérieure — lié en partie à la reprise de la production de véhicules automobiles

en Amérique du Nord (à partir des très bas niveaux enregistrés en 2009) et à un regain de l'activité dans le secteur américain du logement — ainsi que de la hausse des prix des produits de base. Les exportateurs canadiens bénéficieront de manière disproportionnée de la reprise chez nos voisins du sud en 2010 et 2011, la projection de croissance de l'activité aux États-Unis mesurée par un indice conçu à cet effet par la Banque **(Note technique 2)** étant supérieure à la progression attendue du PIB réel américain durant cette période **(Graphique 20)**. Le volume des importations devrait lui aussi remonter à compter du second semestre de 2009, dans la foulée de la reprise économique anticipée et de l'appréciation récente du dollar canadien.

L'activité économique commençant à se redresser, l'offre excédentaire se résorbera graduellement, et l'économie devrait atteindre son plein potentiel au milieu de 2011.

Graphique 20 : La composition de la demande américaine devrait favoriser davantage les exportations canadiennes

Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

La projection en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait reculer pour s'établir à un creux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2009, ce qui s'explique par l'offre excédentaire importante au sein de l'économie canadienne et par la décélération continue des prix des aliments **(Tableau 4)**. Ce taux, supérieur à celui sur lequel on tablait dans le *Rapport* d'avril, tient en grande partie à un écart de production plus faible. Comme l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer encore au troisième trimestre de 2009 et toucher un creux de -0,7 %, avant de retourner à la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est représentée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 21** et **22** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global

Note technique 2

L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada

Comme les États-Unis constituent le premier marché pour les exportations canadiennes, le volume des exportations est largement tributaire de l'activité économique dans ce pays. Certains secteurs de l'activité revêtent toutefois beaucoup plus d'importance pour les exportations canadiennes que d'autres, et les mesures classiques de la demande globale américaine telles que le produit intérieur brut (PIB) réel ne permettent pas d'en rendre compte adéquatement. Le Canada exporte des produits finis qui alimentent des composantes précises de la demande finale aux États-Unis (p. ex., des véhicules automobiles) ainsi que des matières premières et des biens intermédiaires qui entrent dans la fabrication de biens aux États-Unis (p. ex., des pièces automobiles). Les diverses catégories d'exportations n'ont pas toutes le même poids dans le total des expéditions, et les marchés américains auxquels elles sont destinées présentent des variations cycliques, dont le moment et l'ampleur sont nettement différents de ceux de la demande globale aux États-Unis. Afin d'évaluer la manière dont l'ensemble du marché pour les exportations canadiennes évolue au cours du cycle économique, la Banque du Canada fait appel à un indice de l'activité aux États-Unis. Cet indice est composé de certaines variables de la demande et de la production, pondérées selon l'importance relative des catégories correspondantes du total des exportations canadiennes.

L'indice de l'activité aux États-Unis permet de prévoir le total des exportations canadiennes plus efficacement que les autres variables de l'activité globale quand on utilise un modèle économétrique qui tient compte des fluctuations du prix relatif des exportations. Comme l'indique le **Graphique A**, les exportations canadiennes sont davantage corrélées avec l'indice de l'activité aux États-Unis qu'avec le PIB réel américain[1], bien qu'on puisse s'attendre à des écarts lorsque le taux de change du dollar canadien affiche d'importants mouvements cumulatifs, comme ce fut le cas de 2003 à 2008.

Graphique A : Exportations réelles canadiennes et mesures du marché américain

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale américaine, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Catégorie d'exportations	Variable de l'activité aux États-Unis (indice)	Poids (en %)
Produits forestiers	Construction résidentielle	3,8
Autres biens intermédiaires	Production industrielle	34,5
Pièces automobiles	Fabrication de véhicules automobiles	6,7
Véhicules automobiles	Ventes de véhicules automobiles	14,6
Machines et matériel	Investissements en machines et matériel	23,5
Biens de consommation	Dépenses des ménages en biens	4,0
Services	PIB des États-Unis	13,0

Nota : Toutes les variables sont mesurées en termes réels. Les données relatives à la construction résidentielle, aux investissements en machines et matériel, aux dépenses des ménages en biens et au PIB sont tirées des comptes nationaux américains, établis par le Bureau of Economic Analysis. Les chiffres de la production industrielle et de la fabrication de véhicules automobiles sont ceux des indices correspondants (indice d'ensemble de la production industrielle et véhicules automobiles) calculés par la Réserve fédérale. Le total des ventes de véhicules automobiles équivaut à la somme des ventes unitaires de voitures et de camions légers dont fait état le tableau 7.2.5S des comptes nationaux américains.

1 Sur la période allant du deuxième trimestre de 1998 au premier trimestre de 2009, les coefficients de corrélation entre, d'une part, les variations du total des exportations réelles canadiennes et, d'autre part, celles de l'indice de l'activité aux États-Unis et du PIB réel américain se sont établis respectivement à 0,66 et 0,55.

pour la période allant du troisième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011[6]. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

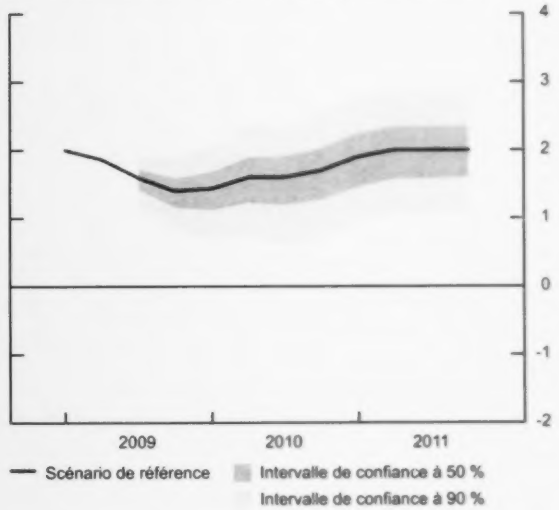
Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

	2008	2009				2010				2011			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 *(-3,4)*	-5,4 *(-7,3)*	-3,5 *(-3,5)*	1,3 *(-1,0)*	3,0 *(2,4)*	4,0 *(3,4)*	4,0 *(3,6)*	3,8 *(4,4)*	3,8 *(4,8)*	3,8 *(5,0)*	3,3 *(5,0)*	2,8 *(4,7)*	2,8 *(4,3)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 *(-0,7)*	-2,1 *(-2,4)*	-3,1 *(-3,4)*	-2,9 *(-3,8)*	-1,2 *(-2,4)*	1,2 *(0,3)*	3,1 *(2,1)*	3,7 *(3,4)*	3,9 *(4,0)*	3,8 *(4,4)*	3,7 *(4,8)*	3,4 *(4,9)*	3,2 *(4,7)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 *(2,2)*	2,0 *(1,9)*	1,9 *(1,6)*	1,6 *(1,3)*	1,4 *(0,9)*	1,4 *(1,0)*	1,6 *(1,1)*	1,6 *(1,3)*	1,7 *(1,5)*	1,9 *(1,7)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 *(2,0)*	1,2 *(1,2)*	0,1 *(-0,1)*	-0,7 *(-0,8)*	1,2 *(1,0)*	1,4 *(1,6)*	1,4 *(1,6)*	1,3 *(1,6)*	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
WTI[b] (niveau)	58 *(58)*	43 *(43)*	62 *(51)*	62 *(57)*	64 *(60)*	67 *(62)*	68 *(64)*	69 *(66)*	70 *(67)*	71 *(68)*	72 *(69)*	73 *(70)*	74 *(71)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 juillet 2009.

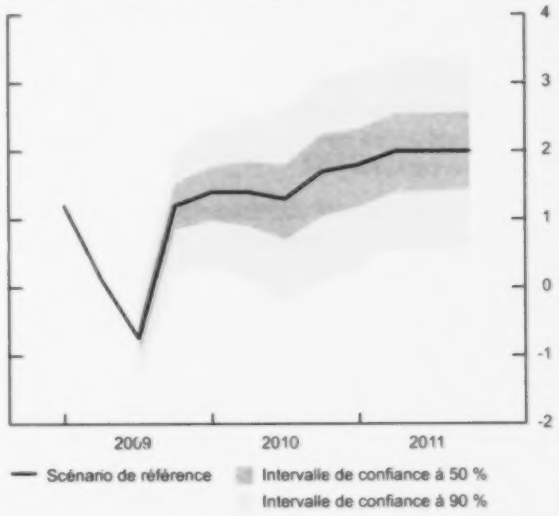
Graphique 21 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

Taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel



Graphique 22 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation de l'IPC global en glissement annuel



6 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

Les risques entourant les perspectives

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale et que l'évolution récente offre des signes encourageants d'un redressement potentiel de l'activité au Canada et à l'échelle du globe, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Dans son dernier scénario de référence, la Banque table déjà sur une remontée un peu plus rapide de la demande intérieure qu'escompté dans la livraison d'avril du *Rapport*, mais le récent regain de confiance des consommateurs, combiné à l'amélioration de la situation financière, pourrait entraîner une baisse de l'épargne de précaution, une croissance plus vive et un retour de l'inflation plus rapide que prévu à la cible de 2 %. Un autre risque à la hausse a trait à la production potentielle, qui pourrait être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la restructuration importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus graduelle qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers, provoqués notamment par des pertes inattendues subies par les institutions financières ou par une aggravation des préoccupations au sujet des déséquilibres du compte courant et des déséquilibres budgétaires. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.